

HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos



DUE DILIGENCE-TUTKIMUKSEN LAAJUUTEEN JA SISÄLTÖÖN VAIKUTTA-
VAT TEKIJÄT

HELSINGIN
KAUPPAKORKEAKOULUN
KIRJASTO

10462

Laskentatoimi
Pro Gradu-tutkielma
Petteri Kyllönen
Kevät 2007

Laskentatoimen ja rahoituksen laitoksen laitosneuvoston kokouksessa 29 / 5 2007

hyväksytty ~~arvosanalla~~ Tarkastajat:

KTT, Pontus Troberg

KTT, Lasse Niemi

DUE DILIGENCE-TUTKIMUKSEN LAAJUUTEEN JA SISÄLTÖÖN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT

Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tutkielman tavoitteena oli selvittää ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuuden ja kansallisuuteen liittyen ulkomaisen valtiovallan vaikutusta due diligencen laajuuteen ja sisältöön. Tarkoituksena oli muodostaa tutkimuksen tuloksena kokonaiskäsitys näiden tekijöiden vaikutuksesta due diligence-tarkastukseen. Ostajatyypin osalta perehdyttiin teolliseen ostajaan ja riskisijoittajaan. Toimialoista tutkimuksen kohteeksi valittiin ICT-toimialan sektorina oleva ohjelmistotuote liiketoiminta sekä kemianteollisuus. Toimialojen valinnassa kiinnitettiin huomiota niiden ajankohtaisuuteen ja toisistaan olennaisesti eroavaan toiminnan luonteeseen.

Tutkimusaineisto ja -menetelmä

Teoriaosan lähdeaineisto muodostui kotimaisesta ja ulkomaisesta kirjallisuudesta sekä kotimaisista ja ulkomaisista artikkeleista. Aineistoon lukeutui myös lainsäädäntö tarpeellisilta osiltaan. Tutkimusmenetelmä oli kvalitatiivinen. Tutkimus suoritettiin kasvokkain tapahtuvana haastattelututkimuksena. Henkilökohtaisten haastattelujen valintaa tutkimusmenetelmäksi puolsi erityisesti se, että niiden avulla voitiin luotettavimmin selvittää due diligence-tutkimuksessa huomioitavilla asioilla olevia moninaisia vaikutuksia ja riippuvuussuhteita. Haastatellut henkilöt olivat KPMG:llä due diligence-tutkimuksia suorittavia kokeneita ja johtavassa vastuuasemassa olevia asiantuntijoita.

Tutkimustulokset

Tutkimuksen perusteella jokainen yrityskauppa on ainutlaatuinen. Teollisen ostajan harkitessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista due diligencessä korostuvat synergiaan liittyvät tarkastuskohteet. Mikäli teollisella ostajalla on näkemys yrityskaupalla saavutettavasta lisäarvosta, due diligence-asiantuntijoiden rooli on varmistaa, että teollisella ostajalla olevat oletukset pitävät paikkansa. Riskisijoittajan harkitessa sijoittamista toimintansa alussa olevaan korkean teknologian yritykseen teknologinen due diligence korostuu. Ulkopuolisia asiantuntijoita riskisijoittaja käyttää taloudellisen due diligencen tekemiseen. Toimialalla on merkittävä vaikutus due diligenceseen. Kyseisen tutkimuksen tarkastuskohteet määräytyvät pitkälti toimialan luonteen mukaan. Kansalliseen kulttuuriin on kiinnitettävä due diligencessä huomiota. Riippuen kohdeyrityksen kansallisuudesta tietyt tarkastuskohteet myös erityisesti korostuvat. Lisäksi ulkomaisella valtiovallalla on mahdollisesti vaikutusta yrityskaupan toteutumiseen.

Avainsanat

Due diligence, yrityskauppa, teollinen ostaja, riskisijoittaja, toimiala, kansallisuus

SISÄLLYSLUETTELO

TUTKIELMASSA ESIINTYVÄT KUVIOT JA TAULUKOT	4
LYHENTEET	5
1. JOHDANTO	6
1.1 TUTKIELMAN TAUSTAA	6
1.2 TUTKIELMAN TAVOITTEET JA RAJAUKSET	7
1.3 KESKEISET KÄSITTEET	7
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE	8
2. DUE DILIGENCE-TUTKIMUS YRITYSKAUPPAPROSESSIN OSANA	9
2.1 DUE DILIGENCE-KÄSITTEEN KUVAUS JA DUE DILIGENCE-TUTKIMUKSEN TAVOITTEET	9
2.2 DUE DILIGENCE-PROSESSI JA DUE DILIGENCEN SUORITTAMISAJANKOHTA YRITYSKAUPOISSA	12
2.3 DUE DILIGENCEN OSA-ALUEET	16
2.3.1 <i>Liiketoiminnallinen due diligence</i>	17
2.3.2 <i>Juridinen due diligence</i>	18
2.3.3 <i>Taloudellinen due diligence</i>	20
2.4 DUE DILIGENCE ARVONMÄÄRITYKSEN PERUSTANA	23
3. YRITYSKAUPOJA KOSKEVA SÄÄNTELY	24
3.1 KAUPPALAKI	24
3.2 ARVOPAPERIMARKKINALAKI	26
4. TUTKITTAVIEN TEKIJÖIDEN VAIKUTUS DUE DILIGENCEN LAAJUUTEEN JA SISÄLTÖÖN	27
4.1 OSTAJATYYPIT	28
4.1.1 <i>Teollinen ostaja</i>	28
4.1.2 <i>Riskisijoittaja (Venture Capitalist)</i>	33
4.2 TOIMIALA	40
4.2.1 <i>Suomalaisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan nykytila ja rakenteet</i>	42
4.2.2 <i>Kemianteollisuus</i>	46
4.3 KOHDEYRITYKSEN KANSALLISUUS	48
4.3.1 <i>Due diligence-tutkimus ulkomaisesta kohdeyrityksestä</i>	54
4.3.2 <i>Integraation haasteellisuus kotimaan rajat ylittävissä yrityskaupoissa</i>	57
4.3.3 <i>Ulkomaisella valtiovallalla oleva vaikutus</i>	58
4.4 TUTKITTAVIEN TEKIJÖIDEN ERITYISPIIRTEIDEN VAIKUTUS DUE DILIGENCEEN	59
5. EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN SUORITTAMINEN	59
5.1 TUTKIMUSMENETELMÄ	59
5.2 TUTKIMUSAINEISTO	60
6. TUTKIMUKSEN TULOKSET	61
7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA JATKOTUTKIMUSAIHEET	86
7.1 JOHTOPÄÄTÖKSET	86
7.2 AIHEITA JATKOTUTKIMUKSELLE	90
LÄHDELUETTELO	92
LIITTEET	98

Tutkielmassa esiintyvät kuviot ja taulukot

Kuviot

- Kuvio 1 Suorat sijoitukset Suomeen ja Suomesta: pääomakannat vuosina 1980- 1999
- Kuvio 2 Suomalaisyriyten ulkomaisen henkilökunnan sijainti alueittain 1996 ja 2002
- Kuvio 3. Suomalaisyriyten henkilöstö BRIC-maissa ja vienti Suomesta BRIC-maihin

Taulukot

- Taulukko 1 Ulkomaalaisomisteisten yritysten maajakauma vuonna 2002
- Taulukko 2 Due diligencessä huomioitavat erityispiirteet tutkimuksen osa-alueiden ja tutkittavien tekijöiden suhteen

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)
BRIC	Brazil, Russia, India and China
COBIT	Control Objectives for Information and related Technology
EITO	European Information Technology Observatory
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ETLA	Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
ICT	Information and Communications Technology
IFRS	International Financial Reporting Standard(s)
ISACA	Information Systems Audit and Control Association
IT	Information Technology
KL	Kauppalaki (27.3.1987/355)
NAPCS	North American Product Classification System
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
PBGC	Pension Benefit Guaranty Corporation
RATA	Rahoitustarkastus
REACH	Registration, Evaluation and Authorisation of Chemicals
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development

1. JOHDANTO

1.1 Tutkielman taustaa

Viimeisen kuluneen noin 10 vuoden aikana yrityskaupoissa on tapahtunut merkittävä muutos. Eurooppalaisten yritysten välillä tehtyjen yrityskauppojen volyymi on räjähdysmäisesti kasvanut. Syitä tähän kehitykseen on monia. Päällimmäisenä syynä on amerikkalaisten suurten institutionaalisten sijoittajien tulo 1990-luvulla Euroopan pääomamarkkinoille, mikä toi mukanaan omistaja-arvoajattelun leviämisen eurooppalaisiin suuriin yrityksiin. Sijoittajakunnan ammattimaistumisen myötä yrityksien taloudellisen raportoinnin tuottaman informaation määrään ja luotettavuuteen kiinnitettiin aikaisempaa enemmän huomiota. Näin luotiin edellytyksiä pääomamarkkinoiden tehokkaalle toiminnalle, mikä edesauttaa yrityskauppojen toteuttamista. Omistaja-arvoajattelun leviämisen ohella myös globaali kilpailu ja yhteiseurooppalaisen valuutan euron käyttöönotto Euroopan unionin alueella on myötävaikuttanut eurooppalaisten yritysten välillä tehtyjen yrityskauppojen lukumäärään.

Yrityskauppa-aktiviteetin voidaan ennustaa tulevaisuudessa lisääntyvän. Vuoden 2005 alusta lukien kaikkien pörssiyhtiöiden Euroopan unionin alueella on tullut noudattaa IFRS-standardien mukaista tilinpäätösraportointia. Kyseisten standardien mukaan laaditut eri maissa sijaitsevien yritysten tilinpäätökset ovat huomattavasti vertailukelpoisempia kuin, jos tilinpäätökset olisi laadittu kunkin maan kansallisten laskentastandardien mukaan. IFRS lisää myös yrityskaupan läpinäkyvyyttä. IFRS 3-standardissa määritellään yritysoston kirjanpitokäsittely. Kyseisessä standardissa määritellyt hankintamenon kohdistamisperiaatteet antavat yrityksen sidosryhmille aikaisempaa paremmat mahdollisuudet arvioida, mistä ostajayritys on yrityskaupassa todella maksanut ja kuinka se kykenee hankintansa jatkossa hyödyntämään. Siirtyminen IFRS-standardien noudattamiseen helpottaa mahdollisten ostokohteiden tunnistamista. Tukea yrityskauppa-aktiviteetin lisääntymistä koskevalle oletukselle antaa McKinseyn tutkimus, jonka mukaan eurooppalaisten pääomansijoittajien käytettävissä olevat noin 40 miljardia euroa odottavat sopivaa sijoituskohdetta ja -ajankohtaa (Harper et al. 2004, 2). Vilkkaimmin yrityskauppojen ennustetaan lisääntyvän uusissa EU-maissa ja Saksassa (Mergermarket 2004, 3).

Sen lisäksi, että yrityskaupoissa liikkuu suuria summia rahaa, niihin liittyy myös paljon epävarmuutta ja riskejä. Ostajan onkin ennen sitoutumistaan kauppaan mahdollisuuksien puitteissa syytä varmistua siitä, vastaako kaupan kohde ostajalla ennakkoon olevia odotuksia. Kirjallisuudessa vallitsee yksimie-

lisyys siitä, että ostokohteen ennakkotarkastus eli due diligence-tutkimus kuuluu nykyään vakiorutiineihin myös suomalaisissa yrityskaupoissa. Due diligence-tarkastuksen sisältö ja laajuus määräytyvät kussakin yksittäisessä yrityskaupassa erikseen useiden tekijöiden yhteisvaikutuksena.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuus sekä kansallisuuteen liittyen ulkomainen valtiovalta vaikuttavat due diligencen laajuuteen ja sisältöön. Pyrkimyksenä on tutkimuksen tuloksena muodostaa kokonaiskäsitys näiden tekijöiden vaikutuksesta due diligence-tarkastukseen. Ostajatyypin osalta perehdytään teolliseen ostajaan ja riskisijoittajaan. Toimialoista tutkimuksen kohteeksi on valittu ICT-toimiala ja kemianteollisuus. Ensiksi mainittua toimialaa on rajattu siten, että tarkastelun kohteeksi on otettu ohjelmistotuote liiketoiminta. Toimialojen valinnassa painottui niiden ajankohtaisuus sekä toisistaan merkittävästi eroava toiminnan luonne. Tutkielma jakaantuu kahteen osaan. Pää tavoitteen lisäksi teoriaosassa käsitellään yrityskauppaprosessia siltä osin kuin due diligence-tutkimuksella on siihen vaikutusta. Tämä on tärkeää due diligencen merkityksen ymmärtämiseksi. Tämän lisäksi teoriaosassa tarkastellaan due diligence-tutkimuksen osa-alueita ja kuvataan yrityskauppoja koskeva sääntely.

Empiriaosa muodostuu KPMG:llä due diligence-tutkimuksia suorittavien kokeneiden asiantuntijoiden haastatteluista. Haastattelututkimuksen avulla testataan teoriaosassa due diligencen laajuuteen ja sisältöön vaikuttavista tekijöistä esiin tulleiden seikkojen paikkansapitävyyttä ja selvitetään, miten ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuus sekä kansallisuuteen liittyen ulkomainen valtiovalta käytännössä vaikuttavat suoritettavaan due diligence-tutkimukseen.

1.3 Keskeiset käsitteet

Seuraavassa määritellään lyhyesti tutkielmassa esiintyvät keskeiset käsitteet. Käsitteiden tarkka sisältö selviää myöhemmin teoriaosassa niiden käsittelyn yhteydessä.

Due diligence -tutkimus

Due diligence-tutkimus on vakiintunut termi, jolla tarkoitetaan yrityskauppojen yhteydessä ostokohteen ennakkotarkastusta. Tarkemmin määriteltynä sillä tarkoitetaan yleensä prosessia, jossa ostaja tutkii kohdeyrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon ja tilinpäätöksen sekä oikeudellisen aseman yksittäisen tapauksen olosuhteet huomioiden (Blomquist ym. 2001, 9).

Data room

Data roomilla tarkoitetaan tilaa, jossa kohdeyrityksestä kerätty ja systematisoitu aineisto on ostajakandidaattien käytössä tiettyinä sovittuna aikana ja jossa myyjien edustajia eli yleensä myytävän yrityksen tai yksikön johtoa voidaan samalla haastatella (Blomquist ym. 2001, 29).

REACH-asetus

Euroopan unionin uusi kemikaaliasetus REACH tulee voimaan kuluvan vuoden kesäkuun 1 päivänä. Kyseinen asetus asettaa vaatimuksia erityisesti kemikaalien valmistajille ja Euroopan unionin alueelle kemikaaleja tuoville yrityksille. Asetuksen pääkohtiin lukeutuvat muun muassa kemikaalien rekisteröintivaatimukset ja kemikaalien turvallisuuden arviointi.

1.4 Tutkielman rakenne

Ensimmäinen luku muodostaa tutkielman johdannon. Siinä esitellään tutkielman tausta, kuvataan tutkielman tavoitteet ja rajaukset, määritellään lyhyesti keskeiset käsitteet ja käsitellään tutkielman rakenne. Toinen luku keskittyy due diligence-tutkimukseen yrityskauppaprosessin osana. Siinä kuvataan due diligence-käsite ja esitetään due diligencen tavoitteet siltä osin kuin ne ovat kohdeyrityksestä riippumattomia. Kyseisessä luvussa perehdytään myös huutokauppaprosessin yhteydessä suoritettavan due diligence-tarkastuksen kulkuun sekä tarkastellaan sitä, mitä yhden ostajan prosessissa tavallisesti solmittavassa aiesopimuksessa on tyypillisesti sovittu due diligencen suorittamisesta. Erilaiset mahdollisuudet due diligence-tutkimuksen suorittamisajankohdalle tuodaan esille. Edellä olevan lisäksi käsitellään due diligenceen vakiintuneesti kuuluvien osa-alueiden eli liiketoiminnallisen, juridisen ja taloudellisen due diligence-tarkastuksen sisältöä sekä kerrotaan, miten due diligence ja arvonmäärittäminen liittyvät toisiinsa. Tämän luvun pyrkimyksenä on muodostaa lukijalle käsitys due diligence-tutkimuksesta ja sen merkityksestä.

Yrityskauppojen sääntelyä koskevassa kolmannessa luvussa tarkastellaan KL:a ja AML:a. KL:n osalta erityinen huomio kiinnittyy siihen, mikä vaikutus kyseisen lain virhevastuuta koskevalla säännöksellä on sovellettavaksi tullessaan yrityskaupan sitovuuteen, mikäli kaupan kohteessa on virhe, ja ostaja on ennen kaupantekoa tarkastanut kohteen tai ilman hyväksyttävää syytä laiminlyönyt myyjän kehotuksen tarkastaa kaupan kohde. AML:a koskevassa osiossa mielenkiinto kohdistuu sekä siihen, missä vaiheessa yrityskauppaprosessia yrityskauppa pitää julkistaa että siihen, pitäisikö due diligence-tarkastuksen

suorittamista koskeva kohdeyhtiön johdon salliva päätös julkistaa. Neljäs luku on tutkielman teorialu-
vuista viimeinen. Siinä perehdytään tutkielman tavoitteena olevien asioiden selvittämiseen. Käsittelyn
kohteena on ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuuden sekä siihen liittyen ulkomaisen
valtiovallan vaikutus due diligencen laajuuteen ja sisältöön. Toimialatarkasteluun tuo lisää mielenkiin-
toa se, että Euroopan unionin uusi kemikaaliasetus REACH tulee voimaan kuluvan vuoden kesäkuus-
sa. Kemianteollisuuden osalta keskitytään erityisesti siihen, miten REACH-asetus vaikuttaa due dili-
genceen kemianteollisuuden valmistajayritysten välisessä yrityskaupassa suomalaisen ostavan yrityk-
sen näkökulmasta tarkasteltuna.

Luvut viisi - seitsemän muodostavat tutkielman empirian. Viidennessä luvussa kuvataan ja perustel-
laan valittu tutkimusmenetelmä sekä esitellään tutkimusaineisto. Kuudennessa luvussa käsitellään tut-
kimuksen tulokset verraten niitä myös teoriassa esiin tuotuihin näkemyksiin. Seitsemännessä luvussa
muodostetaan tutkielman johtopäätökset sekä esitetään myös aiheita jatkotutkimukselle.

2. DUE DILIGENCE-TUTKIMUS YRITYSKAUPPAPROSESSIN OSANA

2.1 Due diligence-käsitteen kuvaus ja due diligence-tutkimuksen tavoitteet

Due diligence on alkuaan angloamerikkalainen ilmiö, joka tuli Suomeen laajamittaisesti 1990-luvun
loppupuolella. Nykyään due diligence-tutkimus kuuluu vakiorutiineihin myös suomalaisten yritys-
kauppojen yhteydessä. Due diligence on Suomessakin jo vakiintunut termi, jolla tarkoitetaan yritys-
kaupoista puhuttaessa ostokohteen ennakkotarkastusta. Sillä luodaan edellytyksiä onnistuneen yritys-
kaupan toteuttamiselle, mutta se ei luonnollisestikaan takaa yrityskaupalle asetettujen tavoitteiden saa-
vuttamista. Yrityskaupan integraatiovaiheessa kaupan vahvistamisen jälkeisinä kuukausina tai jopa
vuosina luodaan perusta kaupan tavoitteena olleen lisäarvon tuottamiselle (Erkkilä 2001, 12).

Koska jokainen yrityskauppa on erilainen, vaihtelee myös due diligence-prosessin sisältö. Due diligen-
ce-tutkimusta ei ole mahdollista toistaa täysin samansisältöisenä eri yrityskauppatilanteissa. Tietyt osa-
alueet kuuluvat kuitenkin vakiintuneesti due diligence-tutkimukseen. Näitä osa-alueita käsitellään
myöhemmin tässä tutkielmassa tarkemmin. Tässä yhteydessä riittää, että ymmärretään due diligencen
sisältö yleisellä tasolla. Blomquistin ym. (2001, 9) tarjoama due diligence-käsitteen määritelmä sovel-
tuu tarkoitukseen hyvin. Heidän mukaansa due diligencella tarkoitetaan yleensä prosessia, jossa ostaja

tutkii huolellisesti kohdeyrityksen liiketoiminnan, kirjanpidon ja tilinpäätöksen sekä oikeudellisen aseman yksittäisen tapauksen olosuhteet huomioiden. Due diligence-tutkimus sisältää usein myös erikoisosaamista vaativien alueiden, kuten vakuutuksien ja ympäristöasioiden tutkimisen.

Yllä olevasta määritelmästä käy ilmi, että perusteellisen due diligencen suorittaminen edellyttää monipuolista osaamista ja riittäviä resursseja. Vain harvoissa tapauksissa ostajalla itsellään on mahdollisuus suorittaa due diligence-tutkimus riittävää huolellisuutta noudattaen yrityskaupan toteuttamiselle laaditun aikataulun puitteissa. Tavallisesti ostaja käyttääkin ulkopuolisia asiantuntijoita kyseisen tutkimuksen suorittamiseen. Howson (2003, 30–31) mainitsee muun muassa seuraavia syitä ulkopuolisten asiantuntijoiden käyttämiselle:

- *Kokemus.* Neuvonantajilla on ennestään kokemusta due diligencen suorittamisesta, joten heidän pitäisi pystyä suorittamaan tutkimus tehokkaasti sille varatun lyhyen ajan puitteissa.
- *Asiantuntemus.* Neuvonantajat ovat oman erityisalueensa asiantuntijoita. Näin ollen he ovat hyviä havaitsemaan ongelmia ja ratkaisemaan niitä.
- *Arviointikyky.* Due diligence vaatii usein arviointia. Luotettavan arvioinnin suorittamista helpottaa suuresti neuvonantajilla oleva kokemus ja asiantuntemus.
- *Resurssit.* Yritysosto on aikaa vievä tapahtuma. Ostajalla ei välttämättä riitä työvoimaa suorittamaan due diligencea.
- *Tietojen saatavuus.* Tilitoimistot pääsevät normaalisti tutustumaan ostokohteen tilintarkastajien työpapereihin ja verotiedostoihin, jota oikeutta ei yleensä muille tahoille myönnetä. Myyvä osapuoli on usein myös valmis kertomaan kolmansille osapuolille enemmän kuin mitä ostajille.
- *Varmuus.* Tietämys siitä, että asiantuntija on suorittanut kohdeyrityksen due diligence-tutkimuksen antaa ostajalle enemmän varmuutta, kuin mitä ostaja kokisi itse suorittamansa tarkastuksen perusteella. Myös esimerkiksi pörssimeklarit ja pankit kokevat ulkopuolisen asiantuntijan suorittaman due diligencen varmempana kuin ostajan itse tekemän.
- *Puolueettomuus.* Siinä vaiheessa, kun yritysostoa koskeva ehdotus on esitetty kohdeyritykselle, siitä on osapuolten välillä päästy periaatteellisesti yksimielisyyteen ja varsinaiset neuvottelut sekä kohdeyritykseen kohdistuva tutkimusprosessi ovat täydellä vauhdilla käynnistyneet, joukko ostavan yrityksen henkilöitä on panostanut huomattavan määrän aikaa, energiaa ja uskottavuutta prosessiin. Käyttämällä ulkopuolista asiantuntijaa due diligencen suorittamisessa saadaan kyseiseen tutkimukseen paljon helpommin puolueeton näkökulma.

Ulkopuolisten asiantuntijoiden käyttämisestä huolimatta ostaja on vastuussa due diligence-prosessin hallinnasta. Ostajan on varmistettava, että asiantuntijat ymmärtävät hänen tutkimukselle asettamansa odotukset. Ostaja myös tekee due diligence-tutkimuksen perusteella yrityskauppaa koskevat päätökset.

Due diligencen suorittamista ei ole hyvä ulkoistaa kokonaan. Tavallisesti ostaja ottaakin aktiivisesti osaa johonkin due diligence-prosessin osa-alueeseen. Tämä kehittää yrityksen sisäistä yrityskaupan asiantuntemusta. Näin ollen voidaan kysyä, millainen on asianmukaisesti kootun due diligence-ryhmän koostumus. Koivun ja Myllymäen (3/1999, 181–182) mukaan ryhmään on kuuluttava henkilöitä, jotka yrityskaupan toteutumisen jälkeen tulevat olemaan tekemisissä asianomaisen yrityksen kanssa eli ainakin johdon ja liiketoiminnan edustaja, juristi, veroekspertti, sisäiset tarkastajat eli liiketoiminta-, tietojärjestelmä- ja ympäristöriskientarkastaja, controller sekä mahdollisesti myös kehitys- ja henkilöstöyksikön edustajat. Näiden tahojen lisäksi myös yrityksen oma tilintarkastaja lukeutuu due diligence-ryhmään ja ulkomaisten kohteiden osalta on järkevää ottaa mukaan myös kohdemaassa toimiva tilintarkastaja sekä paikallinen juristi. Ryhmän projektipäällikkönä on henkilö, joka on vastuussa toimintojen /yritysten integroinnista.

Kohdeyrityksestä riippumattomia due diligence-tutkimuksen tavoitteita ovat seuraavat selvitettävät asiat (Blomquist ym. 2001, 19):

- Asiat, jotka voivat kaataa koko kaupan ("deal breakers").
- Asiat, jotka vaikuttavat hintaan ("pricing issues").
- Asiat, jotka vaikuttavat kaupan rakenteeseen ("structuring issues").
- Asiat, jotka vaikuttavat kauppakirjaan ("acquisition agreement issues").

Sen lisäksi voidaan myös identifioida:

- Asiat, jotka on syytä huomioida yrityskaupan toteuttamisen jälkeen ("post-closing issues").

2.2 Due diligence-prosessi ja due diligencen suorittamisajankohta yrityskaupoissa

Huolimatta siitä, että jokainen yrityskauppa on erilainen, voidaan eri yrityskaupoista löytää yhteisiä vaiheita. Yrityskauppa on jaettavissa neljään päävaiheeseen, jotka voidaan edelleen jakaa useampaan alavaiheeseen (Erkkilä 2001, 24):

- yrityskaupan strategia
- potentiaalisten ostokohteiden kartoitus ja alustava due diligence
- ostovaihe
- kaupan julkistaminen sekä ostajayrityksen ja ostetun yrityksen yhdistäminen eli integraatio

Yllä olevien vaiheiden painotus ja laajuus määräytyy kulloisenkin yrityskaupan mukaan. Yrityskaupan onnistumisen välttämätön edellytys on se, että ostajalla on strategiset perusteet kaupan tekemiselle. Nämä johdetaan yrityksen tulevaisuuteen kohdistuvasta tahtotilasta eli visiosta. Tekemällä yrityksen senhetkisestä tilanteesta esimerkiksi SWOT-analyysi, jossa tarkastellaan yrityksen sisäisiä vahvuuksia, sisäisiä heikkouksia sekä ulkoisia mahdollisuuksia ja uhkia, saadaan selville erot nykytilan ja tahtotilan välillä. Ne vahvuudet, joita yritys ei pysty kehittämään sisäisesti itselleen kohtuullisessa ajassa, mutta jotka ovat keskeisiä vision saavuttamisen kannalta, yritys hankkii yritysoston kautta itselleen. Näin ollen yrityskaupat palvelevat ja auttavat vision saavuttamisessa.

Potentiaalisten ostokohteiden kartoitusta voidaan pitää yrityskaupan onnistumisen kannalta kriittisenä vaiheena. Tehokkaan due diligence-prosessin pitäisi auttaa yritystä ostokohteen valinnassa (Hitt et al. 2001, 19). Tässä vaiheessa due diligencen suorittaminen on vielä hyvin alustavaa. Siinä hyödynnetään ostajaa avustavilla ulkopuolisilla asiantuntijoilla potentiaalisista ostokohteista olevan tiedon lisäksi ostavan yrityksen sisäisiä resursseja. Ostokohteiden kartoitusta varten tarpeellisia tietoja saadaan esimerkiksi ostavan yrityksen markkinaselvityksistä, kilpailija-analyyseistä, julkisesti saatavilla olevista yritysten tulostiedotteista ja yritysten internet-sivuilta. Alakohtaisia markkinaselvityksiä löytyy joilla-kin aloilla ja joissakin maissa. (Erkkilä 2001, 39) Potentiaalisten ostokohteiden kartoituksen ja koko due diligence-tutkimuksen suorittamisen on tapahduttava uuden yhdistetyn yrityksen näkökulmasta.

Yritysmyynti on usein toteutettu siten, että myyjä kilpailuttaa ostajakandidaatteja keskenään. Tässä huutokauppaprosessissa voi osoittautua ostajaehdokkaille hankalaksi saada myyjältä paljon myyntikohdetta koskevaa merkityksellistä tietoa. Myyjä luonnollisesti päättää, mitä informaatiota se kaupan

kohteesta luovuttaa ja missä vaiheessa. Myytäessä kaupan kohde huutokaupassa myyjän on järkevää teettää myyntikohteesta oma due diligence-tutkimuksensa. Kuittinen (1/2002, 11) tuo esille myyjän teettämän due diligence-tarkastuksen etuja. Ensinnäkin se auttaa johtoa perehtymään kunnolla myytävään kohteeseen ja sen avulla löydetään myös ongelmakohdat, joihin on mahdollista reagoida ennen kaupan tekoa. Teettämällä due diligence-tarkastuksen myyjä varmistaa myös yritysmyyntiprosessin ohjien pysymisen omissa käsissä. Lisäksi useimmiten yhden ostajaehdokkaan jäädessä huutokaupassa kin loppusuoralle potentiaalinen ostaja pystyy jatkamaan myyjän due diligencea omaan lukuunsa. Tämän seurauksena muodostuu yksi perusteellinen due diligence-tutkimus, joka hyödyttää molempia kaupan osapuolia.

Tyypillisesti huutokauppaprosessi käynnistyy siten, että myyjä laadituttaa kohdeyhtiötä esittelevän myyntiesitteen ostajakandidaateille, joille se lähetetään salassapitosopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Myyntiesitteen laatimiseen käytetään informaatiota, joka on kerätty myyjää mahdollisesti avustavien corporate finance-asiantuntijoiden tekemillä ostokohdetta koskevilla selvityksillä ja analyysillä. Nämä selvitykset ja analyysit muistuttavat due diligence- tutkimusta. Myyntiesitteen puitteissa ostajakandidaatit tutustuvat ostokohteeseen tarkemmin kuin, mitä ostajayrityksen pitkälti omien resurssien puitteissa tekemällä ostokohteiden kartoituksella on ollut mahdollista.

Myyntiesitteen perusteella ostajaehdokkaat antavat ensimmäiset tarjouksensa. Tämän jälkeen myyjä valitsee ne ostajakandidaatit, joille annetaan mahdollisuus tutustua niin kutsuttuun data room-materiaaliin. Data roomilla tarkoitetaan tilaa, jossa kohdeyrityksestä kerätty ja systematisoitu aineisto on ostajakandidaattien käytössä tietyssä sovittuna aikana ja jossa myyjien edustajia eli yleensä myytävän yrityksen tai yksikön johtoa voidaan samalla haastatella. Data room voi sijaita myyjäyhtiön tiloissa tai useimmiten myyjän käyttämän asianajotoimiston tai tilintarkastustoimiston tiloissa. (Blomquist ym. 2001, 29) Data room-aineistosta myyjä jättää usein pois kohdeyrityksen tärkeimmät liikesalaisuudet.

Ostavan yrityksen due diligence-ryhmään kuuluvat henkilöt laativat yhdessä potentiaalisen ostajan kanssa kyseiseen yrityskauppaan soveltuvan listan toivomastaan materiaalista ja toimittavat sen myyjälle ennen data room-käyntiä. Tämän lisäksi myyjää on hyvä pyytää toimittamaan ennakkoon luettelo esillä olevasta materiaalista. Näin ostaja tietää, ketkä ovat soveltuvimmat henkilöt tutustumaan aineistoon ja suorittamaan tarpeellisia selvityksiä.

Data room-käyntien perusteella ostajaehdokkaat ottavat kantaa myyjän heille lähettämään kauppakirjaluonnokseen ja tekevät lopulliset tarjouksensa. Tämän jälkeen myyjä valitsee korkeintaan muutaman ostajaehdokkaan, joille annetaan mahdollisuus tarkentavan due diligence-tutkimuksen suorittamiseen. Tilanteesta riippuen nämä saavat mahdollisesti tutustua data room-ympäristöstä poisjätettyyn kohdeyritystä koskevaan salassa pidettävään tietoon, mahdollisuuden lisähaastattelujen tekemiseen yhtiön johdon ja sellaisten myyjän edustajien tai henkilökuntaan kuuluvien kanssa, joita ei ole aikaisemmin päästy haastattelemaan sekä aloittavat neuvottelut lopullisesta kauppakirjasta kauppakirjaluonnokseen tekemiensä kommenttien perusteella. Tämän vaiheen due diligence-tutkimusta voidaan luonnehtia lähinnä kauppakirjan ehtoihin nojautuvaksi due diligence-prosessiksi.

Toinen mahdollisuus järjestää yritysmyynti on tunnistaa yksi ostajaehdokas ja ryhtyä neuvottelemaan tämän kanssa yrityskaupan toteuttamisesta. Ennen neuvottelujen käynnistymistä kohdeyritys ja potentiaalinen ostaja solmivat tavan mukaan salassapitosopimuksen, jossa nämä sitoutuvat pitämään salassa yrityskauppaprosessissa esiin tulevat arkaluontoiset asiat. Osapuolet solmivat yleensä myös aiesopimuksen. Edellä käsiteltyyn huutokauppaprosessiin verrattuna aiesopimuksen solmiminen on yleisempää yhden ostajaehdokkaan kanssa neuvoteltaessa. Ostajalle annetaan tavallisesti ennen aiesopimuksen allekirjoittamista rajoitettu oikeus tutustua kaupan kohteena olevan yrityksen asiakirjoihin ja liiketoimintaympäristöön. (Blomquist ym. 2001, 11) Tällä tavalla ostajalle tarjoutuu mahdollisuus tarkentaa alustavaa käsitystään ostokohteesta, jonka se on muodostanut omia resurssejaan ja sitä avustavilla asiantuntijoilla olevaa tietoa hyödyntäen ennen ostokohteen tulemistä myyntiin.

Aiesopimuksessa osapuolet vahvistavat aikomuksensa neuvotella kaupan kohteesta. Sen solmimisen tarkoituksena on yleensä määritellä ne suuret linjat, joita osapuolet haluavat jatkoneuvotteluissa noudattavan. Tavallisesti sitä ei ole tarkoitettu sitovaksi sopimukseksi, mutta siihen voidaan kuitenkin sisällyttää myös sitovia osia. Aiesopimuksen sitovuutta koskevan epävarmuuden poistamiseksi on tärkeää määritellä, mitkä osiot ovat tarkoitettu osapuolia sitoviksi ja mitkä eivät. (Svernlöv ym. 2/2005, 20–21) Myyjän kannalta on järkevää pyrkiä varmistamaan, että ostaja tutustuu rajoitetusti kaupan kohteeseen ennen aiesopimuksen solmimista. Tämä lisää myyjällä olevia mahdollisuuksia saada aiesopimukseen sisällytettyä kaupan toteutumisen kannalta olennaisia ainesosia. Ostajan intressissä on puolestaan varmistaa, että kaupan olennaiset kysymykset eivät tule aiesopimuksessa sitovasti sovituiksi vaan ostaja pidättää itsellään oikeuden muuttaa kaupan toteuttamisen olennaisia ehtoja due diligence-

tutkimuksessa ilmenneiden seikkojen johdosta. Näihin ehtoihin lukeutuu esimerkiksi suoritettavan kauppahinnan määrä.

Aiesopimuksessa määritellään yleensä myös raamit kohdeyritykseen kohdistuvalle due diligence-tutkimukselle. Nämä raamit voivat sisältää esimerkiksi seuraavat ehdot (Svernlöv ym. 2/2005, 22):

- kuinka ostaja saa tutustua kohdeyrityksen asiakirjoihin niin kutsutussa data-huoneessa,
- millä tavoin tarkastuksen yhteydessä järjestetään kohdeyrityksen johdon haastattelut ja
- missä aikataulussa tarkastus tulee suorittaa.

Kuten yllä olevasta ilmenee, ostajalla on aiesopimuksen puitteissa mahdollisuus vaikuttaa siihen, että due diligence-tutkimus tulee riittävää huolellisuutta noudattaen suoritetuksi. Määritettäessä aikataulua due diligencen suorittamiselle on yrityskauppaan liittyvät taloudelliset intressit otettava huomioon. Tutkimuksesta aiheutuvien kustannusten on oltava järkevässä suhteessa saavutettavissa olevaan hyötyyn nähden.

Due diligence-tutkimuksen raameista on hyvä sopia osapuolten kesken pääsääntöisesti ei-sitovasti. Tämä jättää mahdollisuuden sopeuttaa due diligence-prosessia kulloisenkin tilanteen vaatimuksia vastaavaksi, mikäli tutkimuksessa ilmenee jotain yllättävää. Aiesopimukseen on kuitenkin ostajan näkökulmasta hyvä ottaa osapuolia sitova sopimusehto due diligencen osalta. Svernlövin ym. (2/2005, 22–23) mukaan on melko yleistä, että ostajalle myönnetään yksinoikeus neuvotella yrityskaupasta tiettyinä ajanjaksona, jolloin hänellä on myös mahdollisuus suorittaa due diligence-tarkastus. Tämä on ostajalle tarpeen, jotta hänelle ei muodostu liian suurta riskiä siitä, että yritys myydään kolmannelle prosessin ollessa kesken.

Edellä on käsitelty due diligencen suorittamista ennen kauppakirjan allekirjoittamista. Aina ei ostajalle kuitenkaan anneta mahdollisuutta due diligence-prosessin suorittamiseen ennen kauppakirjan solmimista. Mikäli due diligence-tutkimus pääsee alkamaan vasta kauppakirjan allekirjoittamisen jälkeen, on neuvotteluissa yleensä lähdetty siitä, että ainoastaan todella merkittävät asiat voivat vaikuttaa kaupan sitovuuteen tai esimerkiksi kauppahinnan määrään. Due diligence-tutkimuksen tavoitteena on tällöin selvittää yleensä ennen kauppakirjan mukaista omistuksen siirtopäivää nämä oleelliseksi katsotut asiat. (Blomquist ym. 1997, 11)

Joskus ostajalla on oikeus suorittaa due diligence-tutkimus vasta kaupan toteuttamisen jälkeen. Syynä voi olla esimerkiksi se, että osapuolet ovat kilpailijoita keskenään. Tässä tilanteessa ostajan suorittama kaupan jälkeinen due diligence-tutkimus pyrkii virheiden löytämiseen sekä myyjän antamien vakuutusten tarkastamiseen ja niiden paikkansapitävyyden todentamiseen. Kyseiset asiat selvitetään useimmiten closing-taseen perusteella, eli toteutumishetken tilanteeseen perustuen. Due diligence-tutkimus muistuttaa tässä tilanteessa enemmän tavallista tilintarkastusta. Mikäli virheitä löytyy, on ostajalla yleensä oikeus vaatia vahingonkorvausta tai kauppahinnan alennusta. (Blomquist ym. 1997, 11–12)

2.3 Due diligencen osa-alueet

Vaikka due diligence-tutkimus on sopeutettava kulloisenkin yrityskaupan vaatimuksiin, kuuluvat tietyt osa-alueet vakiintuneesti siihen. Kirjallisuudessa vallitsee yksimielisyys siitä, että due diligencea ei voida suorittaa ilman liiketoiminnalliseen-, juridiseen- ja taloudelliseen due diligenceen kuuluvien asioiden jonkinasteista läpikäymistä. Kyseisiin osa-alueisiin kohdistuvan tutkimuksen painotus ja laajuus vaihtelevat tilanteen mukaan. Näiden osa-alueiden ohella myös muut seikat saattavat olla ostajan yrityskauppaa koskevan päätöksenteon kannalta merkityksellisiä. Tällainen seikka voi olla esimerkiksi ympäristö. Koska ympäristöasiat ja niihin liittyvät riskit ovat tänä päivänä toteutettavissa yrityskaupoissa lisääntyvissä määrin korostuneet, ovat myös yrityskauppojen yhteydessä suoritettavat ympäristön due diligence-tutkimukset yleistyneet.

Due diligencen eri osa-alueisiin kohdistuvat pääasialliset ongelma-alueet ovat selviä. Tiettyä päällekkäisyyttä kuitenkin vallitsee, joten on tärkeää määritellä kullekin due diligence-tutkimusta suorittavalle asiantuntijaryhmälle oma muista tutkimusalueista selkeästi erottuva vastuualueensa. Tämä ei tarkoita sitä, ettei eri asiantuntijaryhmien tarvitsisi suorittaa yhteistyötä. Due diligence-tutkimuksessa onnistuminen edellyttää asiantuntijaryhmien jakavan tutkimuksessa esille tullutta tärkeää tietoa keskenään. Svernlövin ym. (3/2005, 33) mukaan monesti on järkevää valita kussakin ryhmässä yksi tai muutamia kontaktihenkilöitä koordinoimaan yhteistyötä ja raporttoimaan muulle ryhmälle kaikki olennaiset asiat. Yhteistyöhön voidaan katsoa kuuluvan myös se, että Hittin et al. (2001, 20) mukaan lopullinen due diligence-raportti kootaan eri osa-alueiden due diligence-tutkimuksista muodostettujen raporttien yhdistelmänä ja siihen sisällytetään lopulliset due diligence-prosessin tuottamat johtopäätökset.

2.3.1 Liiketoiminnallinen due diligence

Liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen (business due diligence) lähtökohtana on analysoida kohdeyrityksen markkina- ja kilpailutilannetta ennen yrityskaupan toteuttamista. Tämä analyysi tuottaa ostavalle yritykselle samalla myös informaatiota potentiaalisen ostokohteen tulevaisuuden näkymistä. Näin saatua informaatiota ostajan tulisi hyödyntää arvioiden tuottamiseen siitä, minkälainen on uuden yhdistetyn yrityksen strateginen asema yrityskaupan toteuttamisen jälkeen.

Liiketoiminnalliseen due diligence-tutkimukseen kuuluvia keskeisiä tutkittavia asioita ovat asiakassuhdetoiminta, myynti- ja jakelutoiminta, markkinointi, toimittajien ja alihankkijoiden arviointi, yrityskulttuuri, johtamistapa ja johtamismenetelmät sekä arviot synergiaeduista ja yrityskaupan riskeistä (Erkkilä 2001, 76–77).

Yrityskaupoissa voi syntyä erityisesti kahden tyyppisiä synergioita eli liiketoiminnallisia ja rahoituksellisia. Esimerkkeinä tyypillisistä käytännön synergialähteistä yrityskaupassa voidaan mainita muun muassa seuraavat seikat (Tenhunen & Werner 2000, 14–15):

- yrityskaupasta syntyvän suuremman markkinaosuuden (tai jopa määräävän aseman) hyväksikäyttö yrityksen hinnoittelussa
- yrityskaupasta syntyvän suuremman volyymin hyväksikäyttö raaka-aineiden tai muiden tuotteiden ja palvelujen ostoissa
- tuotannon tehostuminen yrityksen valmistustoiminnan rationalisoinnin kautta, kun erityyppiset tuotteet voidaan keskitetysti valmistaa eri tuotantolaitoksissa
- kustannusten karsiminen yrityksen eri toiminnoissa, kun kaksinkertaiset toiminnot voidaan poistaa
- nykäyksenomainen kehitysaskel jommassakummassa yhteen liittyvässä yrityksessä sekä tutkimuksen ja kehityksen että kaupallisten yhteistyökumppaneiden, tavaramerkkien, patenttien tai muiden sellaisten vastaavien aineettomien eli immateriaalisten seikkojen osalta

Rahoituksellista synergiaa syntyy, jos kaupassa syntyvän kokonaisuuden pääoman keskikustannus alittaa ostavan ja ostettavan yrityksen koko pääoman markkina-arvoilla painotetun keskimääräisten pääomakustannusten keskiarvon. Rahoituksellista synergiaa on mahdollista tuottaa osakkeenomistajille siihen asti, kunnes yritys on saavuttanut optimaalisen pääomarakenteen. (Blomquist ym. 2001, 110)

Liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen suorittaminen on usein ostajayrityksen johdon ja business controllereiden tehtävä. Se eroaa muista due diligence-prosessin osa-alueista siten, että tarvittavaa informaatiota hankitaan kohdeyrityksen ulkopuolelta muun muassa julkisista tietolähteistä. Tärkeimpänä tietolähteenä toimivat kuitenkin haastattelut. Haastateltavien joukkoon kuuluvat kohdeyrityksen tärkeimmät asiakkaat ja tavarantoimittajat.

2.3.2 Juridinen due diligence

Tässä kappaleessa kuvataan juridisen due diligence-tutkimuksen (legal due diligence) suorittamista. Käsittely on rajattu koskemaan niitä pääasiallisia juridisia aihepiirejä, joita tämä tutkimuksen alue sisältää. Näistä aihepiireistä tuodaan esille tärkeimpiä seikkoja. Käsittelyn lähtökohtana on osakekauppa, sillä juridisella due diligence-tutkimuksella on siinä enemmän merkitystä kuin liiketoimintoja koskevassa kaupassa.

Juridisen due diligence-tutkimuksen suorittavat juristit. Tällä tutkimuksella muun muassa selvitetään ne velvoitteet, jotka ostaja kaupan myötä ottaa vastatakseen ja hankitaan informaatiota lopullisen kauppakirjan tekemisen perustaksi. Vaikka seuraavassa keskitytään juridisen due diligencen tarkastuskohteisiin, on kuitenkin syytä korostaa, että juristeilla on kyseisen tutkimuksen suorittamisen lisäksi tärkeä rooli luonnollisesti myös kauppakirjan ja sen ehtojen neuvottelemisessa. Juridisessa due diligence-tarkastuksessa tutkittavia pääasiallisia aihepiirejä ovat seuraavat (Svernlöv ym. 3/2005, 35–38):

- yhtiöoikeudellinen ja yleinen informaatio
- kiinteä omaisuus
- irtaimisto - koneet ja kalusto
- immateriaalioikeudet
- sopimukset
- vakuutukset
- ympäristökysymykset
- riidat, prosessit ja oikeudelliset vaatimukset

Kaupparekisteristä on saatavissa suuri osa tutkittavasta yhtiöoikeudellisesta ja yleisestä informaatiosta. Tähän informaatioon lukeutuu muun muassa tuore kaupparekisteriote ja kopio yhtiöjärjestyksestä.

OYL antaa osakkeenomistajille mahdollisuuden poiketa tietyiltä osin laissa säädetystä asioista yhtiöjärjestykseen otettavalla määräyksellä. Yhtiöjärjestys on tarkastettava epätavallisten määräysten varalta ja sen selvittämiseksi, onko osakkeenomistajille annettu lunastusoikeuksia. Jos lunastusoikeus on olemassa, sitä käsitellään kauppakirjassa (Svernlöv ym. 3/2005, 35). Yhtiökokousten ja hallituksen kokousten pöytäkirjat on myös käytävä läpi. Kirjallisuudessa suositellaan kyseisiin dokumentteihin perehtymistä yleensä ainakin kolmelta edelliseltä vuodelta. Tutustuminen potentiaalisessa ostokohteessa lähimenneisyydessä tehtyihin päätöksiin tarjoaa monesti ostajan kannalta arvokasta kaupallista tietoa, jota ei haastattelujen muodossa välttämättä saada selville.

Yhtiön omaisuus on tärkeä juridisen due diligence-tutkimuksen kohde. Kiinteän omaisuuden osalta kiinteistötietojärjestelmästä tarkastetaan kiinteän omaisuuden omistusta, mahdollisia kiinnityksiä ja muita rasitteita koskevat tiedot. Kiinteää omaisuutta koskevista vuokrasopimuksista selvitetään vuokrasuhteen jatkuminen yrityskaupan toteutumisen jälkeen, vuokrasuhteen kesto, irtisanomisoikeudet sekä mahdolliset vuokrasuhteeseen liittyvät vakuudet ja niiden siirtyminen yrityskaupassa. Irtaimesta omaisuudesta tarkastetaan samoja asioita kuin kiinteästä omaisuudesta eli muun muassa mahdolliset rasitukset ja vuokrasopimukset.

Potentiaalisen ostokohteen toimialasta riippuen immateriaalioikeuksilla voi olla keskeinen merkitys yhtiölle. Jos näin on, niihin liittyvät omistusoikeudet ja sopimukset on erityisen tärkeää tarkastaa. Kohdeyhtiön Suomessa rekisteröidyt immateriaalioikeudet ilmenevät patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämistä rekistereistä. Kohdeyrityksen tulisi pitää esillä tiedot rekisteröidyistä ulkomaisista oikeuksista ja sellaisista rekisteröimättömistä immateriaalioikeuksista, joilla on merkitystä yhtiön toiminnan kannalta. Lisäksi on selvitettävä kohdeyhtiössä noudatettu käytäntö työntekijäkeksintöjen suhteen.

Kohdeyhtiön sopimuskanta muodostaa yleensä juridisen due diligence-tutkimuksen ytimen. Mikäli sopimuskanta on laaja, ainakin kohdeyhtiön liiketoiminnan kannalta oleelliset sopimukset, joilla on todellista vaikutusta kohdeyrityksen arvoon, on käytävä huolellisesti läpi. Niistä tulisi tarkastaa, sisältyykö niihin omistajanvaihdosklausuuleja, jotka antavat vastapuolelle mahdollisuuden irtisanoa sopimuksen omistajan vaihdoksen seurauksena tai sisältävätkö ne epätavallisia ehtoja. Mainittujen seikkojen lisäksi sopimuksia tulisi tarkastella myös siitä näkökulmasta, sisältyykö niihin kilpailua rajoittavia lausekkeita. (Svernlöv ym. 3/2005, 37) Due diligence-tutkimusta käsittelevän kirjallisuuden mukaan yllä mainitut sopimuksista tarkastettavat asiat ovat seikkoja, jotka voivat estää kaupan toteutumisen.

Juridisen due diligence-tutkimuksen pääasiallisiin tutkittaviin aihepiireihin sisältyvät myös vakuutukset. Niiden osalta selvitetään kohdeyhtiön voimassa olevat vakuutusasiakirjat, vakuutusten kohteet ja vakuutusmäärät. Vakuutussuojan riittävyyttä kohdeyrityksen toimintaan nähden arvioi yleensä ostaja itse tai palkatut vakuutusasiantuntijat. Jos ostokohde on osa konsernia ja yhtiön vakuutusturva on järjestetty konsernivakuutuksin, tulee selvittää, millainen vaikutus omistajanvaihdoksella on vakuutusturvaan. (Svernlöv ym. 3/2005, 37)

Juristien roolia ympäristöön liittyvien kysymysten läpikäynnissä voidaan luonnehtia pintapuoliseksi. Ostaja palkkaa ympäristöasioihin perehtyneet asiantuntijat suorittamaan täyden ympäristöasioiden selvityksen, mikäli näillä kysymyksillä on ostajalle todellista merkitystä kaupan toteutumisen kannalta. Juristien tehtävänä on käydä ympäristölainsäädännön asettamat velvoitteet läpi juridisen due diligence-tarkastuksen osana. Tämän lisäksi myös ympäristöasioihin liittyvät asiakirjat tarkastetaan juristien toimesta. Tarkastuksen kohteena ovat ostokohteen nykyiset ympäristöluvut ja viranomaisten kanssa käyty kirjeenvaihto yhtiön ympäristöasioista. Lisäksi on perehdyttävä yhtiön ja mahdollisesti viranomaisten laatimiin ympäristöraportteihin ympäristövastuiden selvittämiseksi.

Potentiaalista ostokohdetta koskevilla oikeudenkäynneillä voi olla merkittävä vaikutus sen arvoon tai ne voivat jopa estää kaupan toteutumisen. Näistä syistä johtuen vireillä oleviin tuomioistuin- ja välimiesoikeudenkäynteihin liittyviin asiakirjoihin on tutustuttava huolellisesti. Koska välitystuomiot ovat salaisia ja julkisten tietolähteiden avulla on vaikeaa varmuudella selvittää kohdeyritystä koskevat tuomioistuin-oikeudenkäynnit, on ostokohteen annettava nämä tiedot juristeille tutkimuksen yhteydessä. Lisäksi ostokohteelta voidaan pyytää selvitys vaatimuksista ja prosesseista viimeisten 3-5 vuoden ajalta. Saatu selvitys antaa potentiaaliselle ostajalle viitteitä siitä kuinka yleisesti kohdeyritys joutuu oikeudellisten vaatimusten kohteeksi. (Svernlöv ym. 3/2005, 38)

2.3.3 Taloudellinen due diligence

Taloudellisen due diligence-tutkimuksen (financial due diligence) suorittavat yleensä ostavan yrityksen tilintarkastajat. Yhdessä juristien kanssa he ovat tavallisesti ostajan ensisijaisia asiantuntijoita. Onnistuneen due diligence-tutkimuksen varmistamiseksi tiedon jakaminen erityisesti näiden kahden asiantuntijaryhmän välillä on tärkeää. Seuraavassa tarkastellaan taloudelliseen due diligenceen tyypillisesti lukeutuvia osa-alueita. Tarkoituksena on antaa yleisluontoinen kuvaus tästä tutkimusalueesta.

Taloudellinen due diligence-tarkastus ei rajoitu pelkästään kohdeyrityksen tuottaman taloudellisen informaation luotettavuuden varmistamiseen. Taloudellisen due diligencen tavoitteena on muodostaa käsitys kohdeyrityksen kyvystä ansaita voittoa tulevaisuudessa (Howson, 2003, 51). Tavoitteen saavuttaminen edellyttää taloudellisen numeroinformaation analysoimista. Jotta informaatiota pystyttäisiin analysoimaan, on luonnollisesti ymmärrettävä potentiaalisen ostokohteen toimialan luonne ja liiketoimintalogiikka. Taloudellisen due diligence-tutkimuksen suorittajilla on oltava riittävät tiedot muun muassa kohdeyrityksen strategiasta, markkinoista, asiakkaista, tuotteista, tuotannosta, tuotekehityksestä, tavarantoimittajista ja liiketoiminnan keskeisistä menestystekijöistä. Yhtä syvällistä liiketoiminnan ymmärrystä taloudellisen due diligence-tutkimuksen suorittajilla ei kuitenkaan tarvitse olla kuin mitä liiketoiminnallinen due diligence tuottaa.

Taloudellisen due diligencen perustan muodostaa tulos- ja taseanalyysi. Tulosanalyysissä selvitetään analyttisesti myynnin, tuloksen ja eri kuluerien kehitystä sekä tunnuslukuja 3-5 vuodelta ottaen lisäksi mukaan viimeisin välitilinpäätös ja sen vertailuluvut. Myynnin ja liikevoiton kehityksen analysoimiseksi niihin vaikuttaneet muut kuin kasvutekijät tunnistetaan ja kvantifioidaan. Tämän lisäksi mahdolliset laskentaperiaatteiden muutosten vaikutukset kvantifioidaan, jotta saadaan aikaan vertailukelpoiset vuosiluvut. Tarkasteltavilta vuosilta tunnistetaan lisäksi ne tuotot ja kulut, jotka eivät enää toistu. Myynnin ja tuotannon kulujen sekä hallinnon kulujen suhdetta myyntiin analysoidaan. Tällöin saadaan selville kontrolloitavissa kuluissa vuosittain tapahtuneet vaihtelut ja mahdolliset kulujen siirtämiset eteenpäin. Tuloslaskelma-analyysin yhteydessä perehdytään usein myös joihinkin tunnuslukuihin, yleensä kateprosentteihin mutta myös tasesidonnaisiin tunnuslukuihin. (Blomquist ym. 2001, 62)

Tulosanalyysin pohjalta taloudellisen due diligence-tutkimuksen suorittajat arvioivat tilikauden tuloksen laadukkuutta. Tuloksen laadukkuuteen vaikuttavat yritysjohtoon valitsemat laskentakäytännöt sekä se, sisältyykö kertaluonteisia tai epätavallisia liiketapahtumia tilinpäätökseen (Gorman 1988, 37). Tuloksen laadukkuuden ymmärtäminen muodostaa perustan kohdeyrityksen tulevaisuuteen kohdistuvan tuloksenteokyvyn arvioimiseksi. Mitä pienempi osa tuloksesta selittyy kertaluonteisilla tai epätavallisilla erillä sekä kohdeyrityksen johdon mahdollisesti käyttöön ottamalla aggressiivisilla laskentakäytännöillä tilikauden tuloksen maksimoimiseksi sitä paremmin yrityksen nykyinen menestys antaa suuntaa kohdeyrityksen tulevasta menestyksestä. Tilikauden tuloksen laadukkuutta koskeva informaatio saattaa olla ostajalle erittäin käyttökelpoista myös ostohinnan määrittämisen kannalta (mt. 37).

Tulosanalyysiä ei voida suorittaa erillään taseanalyysistä. Taseanalyysissä käydään läpi kaikki tase-erät viimeiseltä tilinpäätöshetkeltä tai mikäli siitä on kulunut aikaa, käytetään tase-erien läpikäynnissä viimeisintä kuukausitilinpäätöstä. Se, mitkä tase-erät tarkastetaan muita yksityiskohtaisemmin, riippuu kulloisestakin yrityskauppatilanteesta. Potentiaalisen ostokohteen toimiala on merkittävä ratkaisuun vaikuttava tekijä. Päätökseen saattaa vaikuttaa myös kohdeyrityksen tilintarkastajan työpapereiden läpikäynti. Howsonin mukaan (2003, 52) tilintarkastajan työpapereiden pitäisi antaa hyvä yleiskuva yrityksen talouden ohjauksesta ja käytössä olevista johdon tietojärjestelmistä sekä tilinpäätöstä tarkastettaessa suoritetusta harkinnasta.

Taloudellisessa due diligencessä on tärkeää selvittää myös taseen ulkopuoliset vastuut. Ne saattavat merkittävästi vaikuttaa kohdeyrityksen arvoon tai jopa estää kauppaa toteutumasta. Kohdeyrityksen toimiala vaikuttaa siihen, millaisia taseen ulkopuolisia vastuita kaupan kohteella voi olla. Taseen ulkopuolisia vastuita voi yritykselle syntyä esimerkiksi ympäristövastuista, tuotevastuista, meneillään olevista tai uhkaavista oikeudenkäynneistä, avoimista sopimuksista, vakuuksista ja eläkejärjestelyistä.

Taloudellinen due diligence-tarkastus sisältää yrityksen raportointijärjestelmää koskevan kuvauksen ja yleisarvioinnin sisäisestä kontrollista. Sisäistä kontrollijärjestelmää ei kuvata yksityiskohtaisesti, vaan tavoitteena on muodostaa käsitys siitä, miten yritysjohto on organisoinut yrityksen sisäisen valvonnan. (Blomquist ym. 2001, 76–77) Tässä yhteydessä käydään läpi potentiaalisen ostokohteen riskienhallinnan eri osa-alueet ja niiden toimivuus (Koivu & Myllymäki 3/1999, 184)

Taloudellisen due diligencen ytimen muodostaa myyjän laatimien kohdeyritystä koskevien ennusteiden kriittinen arviointi ja omien ennusteiden laatiminen. Howsonin (2003, 66) mukaan taloudellisen- ja liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen suorittajien pitäisi tehdä yhteistyötä myyjän laatimia ennusteita arvioitaessa ja pidemmän aikavälin ennusteita laadittaessa. Yhteistyön perusteet ovat ilmeisiä. Ottamalla ennusteissa taloudellisen numeroinformaation lisäksi huomioon liiketoiminnallisella due diligence-tutkimuksella kerätty yksityiskohtainen informaatio kohdeyrityksen kilpailuasemasta ja markkinanäkymistä muodostuu ennusteista luotettavampia.

Taloudellisen due diligencen suorittajilta ostaja voi saada myös erittäin käyttökelpoista ei-taloudellista informaatiota. Näiden asiantuntijoiden viettäessä paljon aikaa kohdeyrityksessä läheisessä yhteydessä

sen johtoon ja muihin haastateltaviin henkilöstön edustajiin muodostuu heille varmasti jonkinlainen näkemys yrityksen johtamistyylistä, johtajien vahvuuksista ja heikkouksista, yrityksen arvoista ja yrityskulttuurista, henkilöstön sitoutumisesta yritykseen sekä avainhenkilöstöstä. Vaikka yritysoston yhteydessä suoritettaisiin erillinen henkilöstön due diligence-tutkimus, taloudellisen due diligencen sivutuotteena muodostuva näkemys kohdeyrityksen henkilöstöasioista on ostajalle myös arvokas pohdittaessa integraation onnistumisen edellytyksiä.

Yritysten toiminta on rakentunut tänä päivänä tietokoneistettujen tietojärjestelmien varaan. Tästä johtuen due diligence-prosessissa on perehdyttävä ainakin jollakin tasolla ostokohteessa käytössä oleviin IT-järjestelmiin. Tarvittavan erityisasiantuntemuksen vuoksi ostaja käyttää yleensä IT-asiantuntijoita IT-järjestelmien due diligencen suorittamiseen. Mikäli ostajalle riittää kuitenkin ainoastaan yleiskuva kohteen IT-järjestelmistä, niiden toimivuudesta ja riittävydestä, voidaan myös taloudellisen due diligencen yhteydessä pyrkiä muodostamaan käsitys näistä asioista.

2.4 Due diligence arvonmäärityksen perustana

Yrityskaupassa ostokohteen kauppahinta ratkeaa ostajan ja myyjän välisissä neuvotteluissa. Ostajalla on oltava näkemys siitä kuinka kauppa toteutuessaan vaikuttaa ostajayrityksen arvoon, jotta ostava yritys välttyisi maksamasta liian suurta kauppahintaa yrityskaupasta saavutettavissa olevaan hyötyyn nähden. Yrityksen arvon määrittelemiseksi on kehitetty useita eri menetelmiä, mutta mikään kehitystistä yksittäisistä arvostusmenetelmistä ei tuota täysin tarkkaa, ehdottoman oikeaa arvoa. Yrityksen arvon määrittämisessä joudutaan tekemään aina harkinnanvaraisia, subjektiivisia ratkaisuja, joiden johdosta ostajan ja myyjän näkemykset kaupan kohteen arvosta poikkeavat toisistaan.

Due diligence-tarkastus tukee kaupan kohteesta tehtävää arvonmääritystä tuottamalla siinä huomioitavaa informaatiota. Asiakkaan arvonmäärityspäruusteet vaikuttavat due diligencen painopistealueisiin. Jos arvonmääritys perustuu esimerkiksi kertoimiin kuten hinta/voitto, hinta/liikevoitto tai hinta/käyttökate, päähuomio on usein kaupan kohteen normalisoidun, kestävän tulostason määrittämisessä. Mikäli asiakkaan arvonmäärityksen perustana ovat puolestaan kassavirtalaskelmat, normalisoitu tulos ja kassavirta ovat luonnollisesti tärkeitä. Myös ero nykyisen ja ennustetun kassavirran välillä sekä sen taustalla olevat syyt ja oletukset on tarkoin analysoitava. (Åberg 1/2003, 9)

Ostokohteesta tehtävän arvonmäärityksen kannalta merkityksellistä tietoa muodostuu due diligence-tarkastuksen eri osa-alueista tehtävien tutkimusten tuloksena. Edellä on käynyt ilmi, että juridisessa due diligencessä käydään läpi ostokohteen sopimuskanta. Mikäli esimerkiksi tärkeän asiakkaan kanssa solmittuun sopimukseen liittyy omistajanvaihdosklausuuli ja asiakas todennäköisesti irtisanoo sopimuksen yrityskaupan seurauksena, tämä on huomioitava kaupan kohteen arvonmäärityksessä. Myös sellaiset kohdeyritykseen kohdistuvat vireillä olevat oikeudenkäynnit, joissa kannevaatimus juristien arvioinnin mukaan todennäköisesti menestyy, otetaan arvonmäärityksessä huomioon, ellei niistä muodostu jopa deal breaker-tekijä. Juridisen due diligence-tutkimuksen tuottaman tiedon lisäksi arvonmäärityksessä on merkitystä myös erityisesti taloudellisesta ja liiketoiminnallisesta sekä kaupan kohteen toimialasta riippuen mahdollisesti myös ympäristön due diligence-tarkastuksesta saadulla tiedolla.

Arvonmääritys on kestoaltaan pitkä prosessi. Blomquistin ym. (2001, 133) mukaan se jatkuu monesti koko yrityskaupan ajan. Prosessin kuluessa yrityksen arvo täsmentyy, kun kaupan kohteesta saatavissa oleva informaatio lisääntyy.

3. YRITYSKAUPPOJA KOSKEVA SÄÄNTELY

3.1 Kauppalaki

KL koskee irtaimen omaisuuden kauppaa kahden elinkeinonharjoittajan välillä. Lain 3 §:stä ilmenee, että se on kaikilta osiltaan tahdonvaltaista oikeutta eli sitä sovelletaan vain, mikäli osapuolet eivät ole kauppalaan periaatteista poiketen muuta sopineet tai sopijapuolten omaksumasta käytännöstä tai kauppatavasta tai muusta tavasta, jota on pidettävä sopijapuolia sitovana, ei muuta johdu. KL kuvastaa pyrkimystä luoda myyjän ja ostajan perusteltuihin oikeussuojan tarpeisiin tasapuolisesti suhtautuva sääntely (Pöyhönen 1999, 169).

Yrityskauppa on monivaiheinen liiketoimi. Se on kuitenkin sinänsä verrattavissa minkä tahansa hyödykkeen kauppatapahtumaan (Nylund 1996, 129). Yrityskauppoja säätelee Suomessa lähinnä KL (Blomquist ym. 1997, 16). Ostajalla ei KL:n mukaan ole oma-aloitteista ennakkotarkastusvelvollisuutta. KL:n kaupan kohteen virheellisyyttä koskevista säännöksistä (17 § ja 18 §) seuraa se että ostajan

selonottovelvollisuus on pääsääntöisesti toissijainen myyjän tiedonantovelvollisuuteen nähden.¹ Yrityskauppaan sovellettuna nämä säännökset merkitsevät sitä, että yrityksen tai liiketoiminnan ostajan oikeutettuihin odotuksiin kuuluu, että myyjä on antanut kaupan kohteesta oikeita tietoja ja on tietoinen ostajan erityisistä edellytyksistä kaupan suhteen.

Angloamerikkalaisessa oikeusperinteessä on sen sijaan omaksuttu täysin vastakkainen lähtökohta. Siellä korostetaan niin sanottua ”caveat emptor”-periaatetta eli ostaja varokoon. Tämä tarkoittaa sitä, että ostajalla on kaupan yhteydessä pääsääntöisesti aktiivinen selonottovelvollisuus kaupan kohteesta. (Blomquist ym. 1997, 15) Ostajan on tutkittava yritys riittävän perusteellisesti saavuttaakseen erityisen ”diligence defence”-tilan. Tällöin ostajan katsotaan tehneen kaiken, mitä hänen tulee tehdä varmistukseksi kaupan kohteen virheettömyydestä ja ostaja voi suorittamansa due diligence-tarkastuksen jälkeen esittää vaatimuksiaan myyjää kohtaan kaupan kohteessa havaitsemiensa puutteiden tai virheiden johdosta. (Blomquist ym. 2001, 23)

Erityisesti on painotettava sitä, että KL:n säännökset eivät kuitenkaan anna ostajalle rajoittamatonta oikeutta luottaa myyjän kaupan kohteesta antamien tietojen oikeellisuuteen. Velvollisuus due diligence-tarkastuksen suorittamiseen voi syntyä muun muassa seuraavilla tavoilla (Blomquist ym. 2001, 15):

- myyjän ostajalle antaman tarkastuskehotuksen perusteella, joka voi olla yksilöity tai yleinen
- pelkästä myyjän tarjoamasta tilaisuudesta suorittaa tarkastus, esimerkiksi data room-materiaalin asettaminen ostajan käyttöön
- ostajalla on epäily sopimusrikkomuksen olemassaolosta
- kauppatavan tai nimenomaisen sopimusmääräyksen perusteella

Mikäli ostajalle on syntynyt velvollisuus suorittaa due diligence-tarkastus, rajoittaa se myyjällä kaupassa olevaa virhevastuuta. KL:n 20.2 §:n mukaan ostaja ei saa virheenä vedota seikkaan, joka hänen olisi pitänyt kaupan kohteen ennakkotarkastuksessa havaita, mikäli hän on ennen kaupantekoa tarkastanut kaupan kohteen tai ilman hyväksyttävää syytä laiminlyönyt noudattaa myyjän ketusta tarkastaa kaupan kohde edellyttäen, että myyjä ei ole menetellyt kunnianvastaisesti ja arvottomasti.

¹ KL:n 17 §:n mukaan kaupan kohteessa on virhe, ellei se vastaa sitä, mitä voidaan katsoa sovitun tai sopimuksen puuttuessa, ellei se sovellu tarkoitukseen, johon sellaisia tavaroita yleensä käytetään, tai sellaiseen ostajan erityiseen tarkoitukseen, josta myyjän on kaupantekohetkellä täytynyt olla selvillä. KL:n 18 §:n mukaan kaupan kohteessa on virhe myös, mikäli se ei vastaa tietoja, jotka myyjä tai joku muu myyjän lukuun on sen ominaisuuksista tai käytöstä ennen kaupantekoa ostajalle antanut.

Riippumatta siitä, toteutetaanko yrityskauppa osakekauppana tai liiketoiminnan kauppana päätös sen toteuttamisesta kuuluu ostajayhtiössä yleensä sen hallitukselle (Blummé ym. 2001, 13–15). Ostajayhtiön hallitus, joka ei huolehdi siitä, että due diligence-tutkimus suoritetaan riittävää huolellisuutta noudattaen myyjän tarjottua tilaisuuden tarkastuksen suorittamiseen tai pidättäytyy myyjän kehotuksesta huolimatta tarkastuksen suorittamisesta, altistaa itsensä vahingonkorvausvelvollisuuden alaiseksi, mikäli yrityskaupasta koituu ostajayhtiölle vahinkoa.

KL:n virhevastuuta koskevat säännöt ovat käytännössä varsin tulkinnanvaraisia. Tämä lisää yksityiskohtaisten yrityskauppasopimusten solmimisen tarvetta. Yhä useammin yrityskauppasopimus onkin varsin laaja dokumentti, jonka sisältö ja rakenne alkavat olla yhä vakiomuotoisempia (Lindholm & Hakoranta 1/1997, 82).

3.2 Arvopaperimarkkinalaki

Jommankumman tai molempien yrityskaupan osapuolten ollessa julkisesti noteerattuja yhtiöitä on yrityskaupassa noudatettava AML:n julkistamista koskevia säännöksiä. AML:n 2:7.1§:ssa on säädetty seuraavasti:

”Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan on pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla.”

Mainitun lainkohdan nojalla julkisesti noteerattu yhtiö on niin sanotun jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alainen sellaisista päätöksistään ja muista yhtiötä tai sen toimintaa koskevista seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan noteeratun arvopaperin arvoon. Yrityskauppa on yleensä omiaan vaikuttamaan merkittävästi osakkeen kurssiin, joten se on siten julkistettava

Kiinnostava kysymys on, missä vaiheessa yrityskaupprosessia yrityskauppa on julkistettava. AML:n esitöiden ja Ratan ohjeiden mukaan valmisteilla olevista päätöksistä ei yleensä tarvitse tiedottaa (HE 157/1988; Ratan standardi 5.2b). Pörssiyhtiöillä ei siis lähtökohtaisesti ole tiedonantovelvollisuutta

pelkistä aikomuksistaan. Luonnollisesti viimeistään siinä vaiheessa, kun yrityskaupan toteutuminen on varmistunut, on se viipymättä julkistettava.

Tämän tutkielman kannalta erityisen huomion arvoista on se, pitäisikö due diligence-tarkastuksen suorittamista koskeva kohdeyhtiön johdon salliva päätös julkistaa. Due diligence-tutkimuksessa on kyse yrityskaupan valmistelusta, vaikkakin ratkaisevaa päätöstä yrityskaupasta ei tehdä kohdeyhtiössä. Asiaa pohdittaessa on otettava huomioon myös se, voiko due diligencen salliminen olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon. Kurkelan & Ståhlbergin (6/1997, 918) ottaman kannan mukaan due diligence-tarkastuksen salliminen tai tarkastuksen suorittaminen ei voine itsessään vaikuttaa yhtiön varallisuusasemaan tai tulon muodostumiskykyyn eikä sillä näin ollen ole vaikutusta yhtiön liikkeelle laskeman arvopaperin arvoon. Tiivistäen voidaan todeta, että tarkastuksen sallimisen tiedottaminen ei yleensä ole perusteltua eikä aiheellista.

4. TUTKITTAVIEN TEKIJÖIDEN VAIKUTUS DUE DILIGENCEN LAAJUUTEEN JA SISÄLTÖÖN

Due diligence-tutkimuksessa on kyse ostajan ja häntä avustavien asiantuntijoiden kesken ennalta sovitusta tarkastuskohteista ostokohteen tarkastamiseksi. Tarkastustoimenpiteiden tarkoituksenmukaisuudesta ja riittävydestä ostaja on kuitenkin yksin vastuussa. Ostajan on näin ollen varmistettava, että asiantuntijat ymmärtävät hänen yrityskaupalle asettamansa tavoitteet ja annettava yksityiskohtaisia ohjeita asioista, joiden hän haluaa sisältyvän tutkimukseen. Ostajatyypillä on siis keskeinen vaikutus suoritettavan due diligence-tarkastuksen laajuuteen ja sisältöön. Taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa voi puolestaan olla toimialakohtaisia painotuseroja kohdistuen tiettyihin tuloslaskelma- ja tase-eriin. Myös kohdeyrityksen kansallisuudella voisi ajatella olevan vaikutusta due diligence-tarkastukseen, sillä eri maissa toimivien yritysten sijaintivaltioissa vallitsee erilainen institutionaalinen ympäristö ja erilainen kansallinen kulttuuri. Yllä mainittujen tekijöiden lisäksi tässä luvussa tutkitaan myös sitä, onko ulkomaisella valtiovallalla eli esimerkiksi valtion hallituksella, ministereillä, viranomaisilla ja virkamiehillä jotain vaikutusta yrityskaupan toteutumiseen suomalaisten yritysten kannalta merkittävässä ulkomaisissa kohdemaissa.

4.1 Ostajatyypit

4.1.1 Teollinen ostaja

Teollinen ostaja tavoittelee yrityskaupalla synergiaa. Sen saavuttaminen on osoittautunut kuitenkin käytännössä hankalaksi. Kansainvälisten tutkimusten mukaan yli puolet tehdyistä yrityskaupoista epäonnistuu. Pääasiallisia syitä tavoitteiden alittumiselle ovat yritysten toimintatapojen ja -kulttuurien väliset erot, ostettavan yrityksen puutteellinen tuntemus, ostokohteen odotettua heikompi johtamiskyky sekä yrityskaupan jälkeisen haltuunoton puutteellinen valmistelu. (Vikkula 1/2000, 6) On ilmeistä, että jokainen näistä syistä vaikeuttaa vaadittujen synergioiden saavuttamista.

Erityisesti ostokohteesta olevien puutteellisten tietojen nojalla saavutettavissa olevat synergiat on helppo yliarvioida. Epäonnistuneen yrityskaupan vaikutukset eivät kuitenkaan välttämättä rajoitu pelkästään tavoiteltujen synergioiden saavuttamatta jäämiseen. Ostettavasta yrityksestä olevat vajavaiset tiedot yhdistettynä implementaatioon liittyviin riskeihin voivat pahimmillaan johtaa jopa arvon tuhoamiseen (Åberg 1/2003, 9).

Seuraavassa keskitytään siihen, mitä synergialla tarkoitetaan ja miten preemion maksaminen vaikuttaa synergian toteutumiseen kohdistuviin vaatimuksiin. Näiden asioiden ymmärtäminen on ensiarvoisen tärkeää teollisen ostajan yrityskaupan onnistumisen edellytysten parantamiseksi.

Synergiaa tavoitteleva yritysjohto on valmis maksamaan kaupan kohteesta preemiota. Premio on se kauppahinnan määrä, joka ylittää kohdeyrityksen yritysostoa edeltävän markkina-arvon. Koska ostavan yhtiön osakkeenomistajien on mahdollista avoimilla pääomamarkkinoilla ostaa kohdeyrityksen osakkeita itse vallitsevalla markkinahinnalla, yritysostolla tavoiteltavan synergian on oltava sellaista, mitä osakkeenomistajat eivät kykene itse saavuttamaan. Liiketoimintanäkökulmasta määriteltynä synergialla tarkoitetaan yhdistetyn yrityksen suorituskyvyn parantumista yli sen, mitä markkinat jo odottavat yritysten saavuttavan toimiessaan itsenäisinä yrityksinä (Sirower 1997, 20).

Synergian saavuttaminen on vaikeaa. Osakkeen markkinahinta heijastaa markkinoiden pitkäaikaisia tulevaisuuteen kohdistuvia odotuksia yrityksen kasvun ja kannattavuuden parantumisen suhteen. Kuten yllä olevasta synergian määritelmästä ilmenee, synergiaa saavutetaan vasta luomalla yrityskaupalla sellaista arvoa, mitä osakkeen markkinahintaan ei sisälly. Preemion maksaminen kasvattaa entisestään vaatimuksia synergioiden realisoitumiselle. Maksamalla preemiota kohdeyrityksellä olemassa olevasta

omaisuudesta ja teknologiasta arvoa siirtyy ostavan yrityksen osakkeenomistajilta kohdeyrityksen osakkeenomistajille. Tämän seurauksena ostokohteen kannattavuusmittareiden arvot laskevat välittömästi. Näin tapahtuu esimerkiksi ROA (tilikauden tulos/taseen loppusumma) tunnusluvulle. Jotta kyseinen tunnusluku palautuisi edes yritysostoa edeltäneelle tasolle, yrityksen tilikauden tuloksen on kasvetettava. Suuri maksettu preemio hankaloittaa toisin sanoen jo markkinoiden kannattavuusodotusten täyttymistä ja muun muassa siten lisää synergiaa tavoittelevan yritysjohtoon haastetta.

Jotta yritysostopäätös on ostavan yhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta perusteltu, vapaan kassavirran kasvulla mitattavien diskontattujen positiivisten synergioiden on ylitettävä maksettava preemio. Tällöin yritysoston voidaan olettaa tuottavan ostavan yrityksen osakkeenomistajille lisäarvoa. Liiketoiminnan suunnittelu- ja analyysinäkökulmasta tarkasteltuna vapaalla kassavirralla tarkoitetaan verojen jälkeistä liiketoiminnan rahavirtaa, josta on vähennetty tulevien liiketoimintasuunnitelmien rahoittamiseksi tehdyt lisäinvestoinnit käyttöpääomaan ja nettokäyttöomaisuuteen (Sirower 1997, 48–49).

Ostavan yrityksen osakkeenomistajien näkökulmasta suuri preemio voi pilata hyvänkin yrityskaupan. Tämä johtuu siitä, että preemion sisältämiä vaatimuksia yhdistetyn yrityksen suorituskyvyn parantumiselle voi olla käytännöllisesti katsoen mahdotonta saavuttaa parhaimpienkin toimialaosuhteiden valitessa. Kuten myöhemmin tässä luvussa havaitaan, realisoituvan synergian määrälle on olemassa monia rajoituksia, mistä johtuen synergialla on matala odotusarvo. Ennen kuin ostavan yrityksen johto voi sitoutua preemion maksamiseen, sen on pystyttävä realistisesti arvioimaan saavutettavissa olevia synergioita. Tässä prosessissa due diligencella on keskeinen rooli.

Synergian kulmakivet ja due diligence- tarkastus

Synergialla on neljä kulmakiveä, joiden kaikkien on oltava osana yritysostostrategiaa, jotta synergiaa on mahdollista saavuttaa. Nämä kulmakivet ovat strateginen visio, toimintastrategia, järjestelmien integraatio ja valta sekä kulttuuri. (Sirower, 1997, 28–29) Strateginen visio ei saa olla vain hankintaa suunnittelevan yritysjohtoon tiedossa. Se on viestittävä tavarantoimittajille, asiakkaille, työntekijöille ja muille yrityksen sidosryhmille. Näiden ryhmien suhtautuminen aiottuun yrityskauppaan on teolliselle ostajalle ja muille synergiaa tavoitteleville yritysostajille erittäin tärkeää yrityskaupan onnistumisen kannalta. Tärkeiden tavarantoimittajien tai asiakkaiden menettäminen yrityskaupan seurauksena vaikeuttaa huomattavasti markkinoiden asettamien kasvu- ja kannattavuustavoitteiden saavuttamista ja voi johtaa negatiivisen synergian syntymiseen yhdistetylle yritykselle. Myös ostokohteen sidosryhmien

reaktiot on luonnollisesti yhtä lailla tärkeää selvittää. Tämä onkin due diligence-tutkimuksen yksi keskeinen osa-alue synergiaa tavoittelevalla yritysostajalla.

Edellä on käynyt ilmi, että synergiaa ei yrityskaupassa synny, ellei yhdistetyn yrityksen suorituskyky ole parempi kuin, mihin markkinat odottavat yritysten erillään pystyvän. Jotta yritysoston seurauksena realisoituisi synergiaa, sen tuloksena on toisin sanoen muodostuttava enemmän kilpailuetua kuin mitä yritykset pystyvät saavuttamaan, jos ne toimisivat itsenäisinä. Tavoitteen toteutumiseksi yritysostajien on kyettävä rajoittamaan lisää kilpailijoiden kykyä kilpailla heidän tai kohdeyrityksen nykyisillä tuotantotekijämarkkinoilla, prosesseissa tai loppusuoritemarkkinoilla ja/tai yritysostajien on pystyttävä muodostamaan uusia markkinoita ja/tai tunkeutumaan kilpailijoiden markkinoille tavalla, mihin kilpailijat eivät pysty vastaamaan (Sirower 1997, 25).

Teollisen ostajan harkitessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista potentiaalisia synergiaedun lähteitä voivat olla esimerkiksi yritysostosta seuraavan lisääntyvän markkinavoiman hyödyntämisestä todennäköisesti seuraavat suurtuotannon edut, kustannusten karsiminen päällekkäisiä toimintoja poistamalla sekä uusien markkinasegmenttien houkuttelevuus tuotevalikoimaa laajentamalla ostokohteen mahdollisesti omaavan edistyksekkään tuotantoteknologian avulla. Potentiaalisten synergiaedun lähteiden tunnistamisen lisäksi myös synergiaedun toteutumiseen mahdollisesti tarvittaviin lisäkustannuksiin/lisäinvestointeihin on teollisen ostajan due diligence-tutkimuksessa kiinnitettävä huomiota. Mikäli yritysostolla esimerkiksi tavoitellaan pääsyä uusille markkinasegmenteille tuotevalikoimaa laajentamalla, huomattavia lisäkustannuksia voi helposti syntyä, vaikka kohdeyrityksellä olisi tuotteet jo olemassa. Näitä lisäkustannuksia aiheutuu esimerkiksi tuotteisiin sopivien jakelukanavien pystyttämisestä, jos kohdeyrityksellä ei ole niitä vielä olemassa. Ostavalla yrityksellä olevasta strategisesta visiosta seuraava toimintastrategia on keskeisessä asemassa pyrittäessä yritysostolla markkinoiden odotuksia paremman kilpailukykyyn saavuttamiseen. Se määrittelee, mistä kilpailuetua voi löytyä ja kuinka uusi yritys on kilpailukykyisempi liiketoimintojen muodostamassa arvoketjussa (Sirower 1997, 31–32).

Tavoiteltaessa yrityskaupalla synergiaa ostavan yrityksen johdolla on oltava mahdollisimman varhaisesta vaiheesta lähtien selkeä käsitys tarvittavasta integraation asteesta. Ostokohteen haltuunotto on yrityskaupan onnistumisen kannalta kriittisin ja vaikeimmin hoidettavissa oleva vaihe (Ala-Mello 3/2000, 9). Se on osa integraatiota. Mitä aikaisemmassa vaiheessa yrityskaupan jälkeistä haltuunottoa

aletaan valmistella, sitä paremmat ovat yleensä edellytykset sen nopealle läpiviemiselle ja siten myös koko integraation ja yrityskaupan onnistumiselle. Haltuunoton nopean toteutuksen tärkeyttä voidaan perustella monesta näkökulmasta, jotka kaikki johtavat samaan lopputulokseen. Ostetun yrityksen haltuunottovaiheen pitkittyessä synergian realisoitumisen alkaminen luonnollisesti myös viivästyy, mikä antaa kilpailijoille enemmän aikaa reagoida synergian toteutumiseen tähtääviin toimenpiteisiin. Tällä on saavutettavissa olevaan synergiaan pienentävä vaikutus. Toinen nopeaa haltuunottoa puoltava syy on se, että suorituskyvyn parantumiseen kohdistuvat vaatimukset kasvavat nopeasti rahamääräisesti saavuttamattomissa olevaan määrään, mikäli synergiaa ei ala realisoitumaan varsin nopeasti. Näiden syiden lisäksi haltuunoton pitkittyminen lisää luonnollisesti riskiä siitä, että kaupan osapuolina olevien yritysten avainhenkilöstö menettää luottamuksensa johdon kykyyn toteuttaa yrityskauppa, jonka seurauksena avainhenkilöitä irtisanoutuu ja synergioiden toteutuminen vaikeutuu.

Edellä oleva herättää kysymyksen siitä, kuinka nopeasti haltuunoton on tapahduttava, jotta edellytykset koko integraation ja yrityskaupan onnistumiselle säilyvät. Tutkimuksissa ja käytännön työssä on opittu, että 100 päivän kuluessa toiminnan päälinjat pitäisi olla määritelty, organisaatorakenteet selvillä, henkilöstömuutokset päätetty ja pääosin myös toteutettu, toimenkuvat ja vastuut sovittu sekä operatiiviset tukijärjestelmät ovat toiminnassa (Erkkilä 2001, 144). Tässä yhteydessä on korostettava, että huolimatta onnistuneen haltuunoton edellyttämästä nopeudesta koko integraation läpiviemiseen kuluu kuitenkin huomattavasti enemmän aikaa. Toimintojen yhdistäminen kestää yleensä vähintään 12-18 kuukautta kaupan vahvistamisesta ja yhteisen yrityskulttuurin sisäistäminen suurissa yrityskaupoissa peräti 3-6 vuotta (mt. 84).

On huomattava, että aina ostettavaa yritystä ei integroida ostavaan yritykseen. On mahdollista, että ostokohde jatkaa yrityskaupan jälkeen toimintaansa itsenäisenä yrityksenä. Myös kaupan osapuolten osittainen integroiminen on mahdollista. Mikäli ostavan yrityksen johto katsoo integraation tarpeelliseksi, on järjestelmien integraatiosuunnittelua varten tarpeellisten tietojen kerääminen luonnollisesti erityisen keskeinen osa teollisen ostajan due diligence-tutkimusta. Järjestelmien integraatiosuunnittelu on ymmärrettävä laajasti. Sillä tarkoitetaan yritysjohdolla olevia suunnitelmia esimerkiksi henkilöstön, jakelujärjestelmien ja tietojärjestelmien integroimisen suhteen. Osana integraation ennakosuunnittelua teollisen ostajan due diligence-tutkimuksessa on selvitettävä muun muassa ostokohteen menestykseen eniten myötävaikuttanut avainhenkilöstö, jonka jatkaminen uuden yhdistetyn yrityksen palveluksessa koetaan tärkeäksi. Tämän lisäksi myyjäyhtiöllä olevien tietojärjestelmien soveltuvuus yhdistyvän

uuden yrityksen tarpeisiin on tärkeä tutkittava asia. Mikäli tietojärjestelmät ovat vääränlaisia, nousevat integraatiossa investoitavat tietojärjestelmien yhdistämiskustannukset helposti suuriksi. Tämä todennäköisesti peittää suuren osan, ellei peräti kaikkia yrityskaupan seurauksena mahdollisesti realisoituvista synergioista.

Myyjäyhtiöllä olevien tietojärjestelmien soveltuvuuden tarkastaminen ei ole helppo asia. Tietojärjestelmien yksityiskohtainen due diligence-tarkastus vaatii erityistä asiantuntemusta, minkä vuoksi sen suorittamiseen käytetään tavallisesti IT-asiantuntijoita. Jotta yrityksellä olevat tietojärjestelmät tukisivat liiketoimintatavoitteiden saavuttamista, yritys tarvitsee viitekehyksen, jonka mukaisesti tietojärjestelmien johtamis- ja hallinnointitapa toteutetaan. Tietojärjestelmätarkastuksen kansainvälinen kattojärjestö ISACA on luonut tähän tarkoitukseen soveltuvan liiketoimintalähtöisen tietotekniikan kontrollimallin ja viitekehyksen CobiT:in. CobiT jakaa tietotekniikkatoiminnot neljään toiminta-alueeseen. Nämä ovat suunnittelu ja organisointi, hankinta ja käyttöönotto, palvelutuotanto ja tukitehtävät sekä seuranta ja arviointi. (CobiT 2005, 13) Kukin toiminta-alue on määritelty vielä tarkemmin, jonka seurauksena mallissa on yhteensä 34 prosessia (mt. 5). Käymällä nämä prosessit läpi uudelle yhdistyvälle yritykselle luodaan liiketoimintatavoitteiden kanssa sopusoinnussa oleva tietojärjestelmien johtamis- ja hallinnointitapa. Samalla selviää, kuinka hyvin ostokohteella olevat tietojärjestelmät soveltuvat uuden yrityksen tarpeisiin.

On selvää, että integraatio ei voi onnistua ellei kaupan osapuolina olevien yritysten avainhenkilöstöä saada sitoutumaan yhteistyöhön. Teollisen ostajan due diligence-tutkimuksessa on perehdyttävä kohdeyrityksen vallitsevaan yrityskulttuuriin, jotta voidaan arvioida vaadittavan yhteistyön saavuttamisen vaikeutta. Ostavan yrityksen ja ostokohteen toisistaan poikkeavat yrityskulttuurit eivät lähtökohtaisesti kuitenkaan estä integraation ja yrityskaupan onnistumista. Jopa samalla toimialalla toimivien yritysten yrityskulttuurit voivat olla erilaisia. Kyse on siitä, onko uuden yhdistyvän yrityksen tulevaisuudesta muodostettu visio ja sen toteutumista edellyttävät toimenpiteet suuresti ristiriidassa jommankumman kaupan osapuolena olevan yrityksen vallitsevan kulttuurin kanssa. Jos näin on, uudelle yritykselle on todennäköisesti vaikeaa luoda sopivia kannustin- ja palkkiojärjestelmiä, jotka saisivat avainhenkilöstön sitoutumaan yhteistyöhön vision saavuttamiseksi laaditun strategian toteuttamiseksi. Ilman yhteistyötä tavoiteltavat synergiat jäävät luonnollisesti realisoitumatta.

Jotta voidaan ymmärtää yrityskulttuurin muuttamisen vaikeutta, on tunnettava yrityskulttuuriin liitettäviä ominaispiirteitä. Hofstede (1991, 179–180) tuo näitä piirteitä hyvin esille. Hänen mukaansa yrityskulttuuri on muun muassa historiallisesti määrittynyttä eli organisaation historiaa heijastavaa, liitännäistä antropologien tutkimiin asioihin, kuten rituaaleihin ja symboleihin, sosiaalisesti rakentunutta eli organisaation muodostavan ihmisryhmän luomaa ja säilyttämää sekä vaikeaa muuttaa.

Lopuksi on vielä syytä korostaa sitä, että mikäli ostokohde toimii raskaassa teollisuudessa, on sen suh-
tautumisella ympäristöasioiden hoitoon keskeinen merkitys teolliselle ostajalle. Kuten edellä juridisen
due diligence-tarkastuksen yhteydessä on jo ilmennyt juristien tehtävänä on käydä läpi ympäristölain-
säädännön asettamat velvoitteet. Koska syvälinen ympäristöasioiden due diligence-tutkimus vaatii
myös erityistä asiantuntemusta, tutkimuksen suorittamiseen käytetään tavallisesti tarvittavilta osin tek-
nisen koulutuksen saaneita asiantuntijoita. Mikäli tutkimuksen seurauksena käy ilmi ostajalle voivan
aiheutua yrityskaupan toteuttamisen tuloksena huomattavat ympäristövastuut, vaikuttaa se luonnolli-
sesti vähintäänkin kauppahintaan merkittävästi ellei peräti muodostu deal breaker-tekijäksi.

4.1.2 Riskisijoittaja (Venture Capitalist)

Yhdysvalloissa suuret riskisijoitusyhtiöt ovat merkittäviä tietyissä elinkaaren vaiheissa olevien yritys-
ten rahoittajia. Tästä johtuen myös riskisijoitusmarkkinat pääomamarkkinoiden osana ovat kyseisessä
maassa pitkälle kehittyneet. Riskisijoittajien suunnattua katseensa 1990-luvulla etenevässä määrin Yh-
dysvaltojen ulkopuolelle keinona monipuolistaa investointimahdollisuuksiaan on riskisijoituskulttuuri
alkanut kehittymään myös Euroopassa. Tämän kehityksen tuloksena Suomessakin on riskisijoittajien
asema yritysten rahoittajina merkittävästi vahvistunut viimeisen noin 10 vuoden aikana.

Riskisijoittajan suorittama due diligence-tutkimus eroaa osin teollisen ostajan vastaavasta tutkimukses-
ta.. Näiden erojen ja riskisijoitusten laajentuneen merkityksen vuoksi on tämän tutkielman puitteissa
mielekäästä paneutua riskisijoittajan due diligence-tarkastukseen. Tarkastelu tapahtuu Yhdysvaltalai-
seen tutkimukseen nojautuen. Riskisijoittajan due diligence-tutkimukseen liittyvien erityispiirteiden
ymmärtämiseksi tuodaan ensin lyhyesti esille riskirahoituksen luonteenomaisia piirteitä.

Riskirahoituksen määritelmästä ovat amerikkalaiset tutkijat väitelleet aikojen kuluessa eikä vakiintu-
nutta määritelmää, joka pitäisi paikkansa eri markkina-alueilla ole pystytty muodostamaan. Klassisen
näkemyksen mukaan riskisijoitus tuottaa yrityksen rahoittajalle aktiivisen vähemmistöomistaja-aseman

riittämättömästi johdetussa toimintansa alussa olevassa yrittäjävetoisessa ja markkinoiden toimesta aliarvostetussa korkean teknologian yrityksessä tarkoituksena luoda yritykselle liiketoiminnallista arvoa, joka voidaan saavuttaa osakemarkkinoilla mieluiten yleisöantien välityksellä (Seppä 2000, 66).

Yllä olevasta määritelmästä ilmenee, että riskisijoittaja osallistuu aktiivisesti yrityksen johtamiseen. Riskisijoittajat ottavat usein yhden tai useamman paikan yhtiön hallituksessa auttaakseen strategian muodostamisessa (Letts et al. 1997, 38). Riskisijoittajan pyrkimyksenä on yhteistoiminnassa yrityksen johdon kanssa kasvattaa yrityksen arvoa ja siten myötävaikuttaa tulevaisuudessa saamaansa investoinnin tuottoon.

Riskisijoitus on tarkoitettu kestämään tietyn määrätyn ajan. Yleensä tämä aikajakso vaihtelee neljästä seitsemään vuoteen (Lehtonen 2000, 21). Tästä johtuen riskisijoittaja on luonnollisesti äärimmäisen kiinnostunut yrityksen lähitulevaisuuden menestysmahdollisuuksista ja tulontuottamiskyvystä. Yrityksen näkökulmasta tämä merkitsee sitä, että sen on toimittava nopeasti kasvavilla markkinoilla houkuttelekseen riskirahoitusta.

Kirjallisuudessa vallitsee yksimielisyys siitä, että klassinen näkemys riskipääoman ajautumisesta toimintansa alkuvaiheessa oleviin korkean teknologian yrityksiin ei tänä päivänä kuvaa asianmukaisesti yhdysvaltalaisia riskipääomamarkkinoita. Yksityiset niin kutsutut liiketoimintaenkelit ovat nykyään ylivoimaisesti käytetyin ulkopuolisen rahoituksen lähde toimintansa alussa oleville yrittäjävetoisille yrityksille. Riskisijoitusyhtiöiden enemmistö puolestaan keskittyy pääasiassa tarjoamaan kasvurahoitusta sellaisille nopean kasvun vaiheessa oleville yrityksille, joissa riskisijoittajien poistuminen yrityksestä tapahtuu todennäköisesti yritysmyyntin tai listautumisannin yhteydessä (Benjamin 2005, 96). Tämä ei kuitenkaan merkitse sitä, että klassinen näkemys riskipääomasta olisi nykyään vailla merkitystä. Yhdysvaltalaisten riskisijoittajien vähemmistö on edelleen kiinnostunut sijoittamisesta toimintansa alkuvaiheessa oleviin yrityksiin, mutta kyseisen tyyppiset yritykset eivät enää houkuttele riskisijoittajia samassa mittakaavassa kuin mitä ne tekivät 1980-luvun alussa Yhdysvalloissa. Euroopan riskipääomamarkkinoilla puolestaan riskisijoittavat ovat alusta lähtien olleet aktiivisesti osallisina myös myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevien yritysten saneerauksissa (Seppä 2000, 65–66).

Seuraavassa keskitytään tarkastelemaan tärkeimpiä tekijöitä, joiden pohjalta riskisijoitusyhtiö ratkaisee sen investoiko se riskipääomaa toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen. Tässä harkinnassa on

merkitystä myös juridisesta due diligence-tutkimuksesta saatavilla tiedoilla muun muassa siitä syystä, että mahdolliset piilevät juridiset ongelmat voivat merkittävästi heikentää investoinnin arvoa ja siten vaikuttaa negatiivisesti investoinnin tuottoon. Juridisen due diligence-tutkimuksen yksityiskohtainen käsittely on kuitenkin rajattu tämän tutkielman ulkopuolelle. Joka tapauksessa esimerkiksi yhtiön perustamiseen liittyvät asiat sekä lakien ja määräysten noudattaminen kuuluvat juridisen due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteisiin.

Riskipääomamarkkinat ovat täynnä investointimahdollisuuksia. Tästä johtuen riskisijoittajien on aluksi karsittava tätä joukkoa, kunnes jäljelle jää muutama yritys, joiden he katsovat olevan perusteellisen due diligence-tutkimuksen arvoisia. Alustavan nopean käsityksen eri investointimahdollisuuksien houkuttelevuudesta riskisijoittajat muodostavat kiinnittämällä huomiota useisiin asioihin. Näitä asioita ovat muun muassa investointisuosituksen riskisijoittajalle antaneen lähteen laadukkuus eli luotettavuus, yrityksen liiketoimintasuunnitelman kokonaislaatu, yrityksen olemassa olevien muiden oman pääoman sijoittajien laadukkuus, asiakkaiden ja/tai liikekumppanien laatu sekä yrityksen tavoitteleman markkina-alueen soveltuvuus riskisijoittajan investointistrategiaan (Camp 2002, 5–13).

Hyvä lähtökohta alustavan kartoituksen tekemiselle on kiinnittää huomiota siihen, mitä kautta investointimahdollisuus on noussut esiin. Riskisijoittajien tietämys potentiaalisista sijoituskohteista on tässä vaiheessa yleensä varsin rajoitettua, joten heidän luottamansa tahon antaessa investointisuosituksen kannattaa sitä käyttää karkeana mittarina sijoituskohteen laadukkuudesta.

Toimintansa alkuvaiheessa olevan yrityksen menestyksen kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että sen toiminnalle on määritelty painopiste ja päämäärä. Päämäärän saavuttamiseksi yrityksen on keskityttävä asioihin, jotka kasvattavat eniten yrityksen strategista arvoa. Hyvässä liiketoimintasuunnitelmassa on selkeästi ilmaistu yrityksen päämäärä ja strategia sen saavuttamiseksi sekä annettu informaatiota muun muassa markkinoista, keskeisistä asiakkaista, tuotteista sekä kilpailijoista. Hyvän liiketoimintasuunnitelman on luonnollisesti sisällettävä myös taloudellista numeroinformaatiota. Ei ole yllättävää, että riskisijoittajat usein tutkivat huolellisesti käyttöönsä saamiaan liiketoimintasuunnitelmia. He suosivat suunnitelmia, jotka ovat selkeitä, ytimekkäitä, perusteellisia ja esitystavaltaan ammattimaisia eli käytännöllisiä, realistisia ja sisällöltään uskottavia. Myös väitteiden perustana olevat oletukset täytyy olla riittävällä tavalla selitetty. (Camp 2002, 6)

Rajatessaan mahdollisten sijoituskohteiden joukkoa riskisijoittajat ottavat usein huomioon myös yrityksen muiden oman pääoman sijoittajien laadukkuuden sekä asiakkaiden ja/tai liikekumppanien laadukkuuden. Kyseisten tekijöiden merkitys toimintansa alkuvaiheessa olevan yrityksen menestykselle on suuri. Yrityksen tehtyä ensimmäisen sopimuksen merkittävän asiakkaan tai strategisesti tärkeän liikekumppanin kanssa uusien sopimusten solmiminen on normaalisti huomattavasti helpompaa. Yrityksen muiden olemassa olevien oman pääoman sijoittajien merkitystä riskisijoittajalle puolestaan korostaa se, että laadukkaat sijoittajat myötävaikuttavat usein yrityksen menestykseen.

Jotta riskisijoittaja olisi kiinnostunut syvällisen due diligence-tutkimuksen tekemisestä yrityksessä, sen tulee lisäksi toimia jollakin tietyistä toimialoista. Riskisijoittajien toimialakeskittyneisyyttä selittää heidän halukkuutensa investoida yrityksiin, joiden he katsovat hyötyvän siitä ihmisverkostosta, joka heillä on käytössään. Jotta yritys voi hyötyä riskisijoittajalla olevasta ihmisverkostosta, riskisijoittajien on kannustettava portfolio-yhtiöitään yhteistyöhön. Toisena toimialakeskittyneisyyttä selittävänä tekijänä on riskisijoittajille kertynyt erityinen asiantuntemus tiettyjen toimialojen kriittisistä menestystekijöistä. Jakamalla tätä asiantuntemustaan yhtiölle hallitustyöskentelyn muodossa riskisijoittajat pyrkivät kasvattamaan investointikohteen arvoa sijoitusaikana.

Varsinaisessa due diligence- tarkastuksessa huomioitavat asiat

Riskisijoittajan valittua korkeintaan muutaman yrityksen perusteellisen due diligencen kohteeksi alkaa varsinainen due diligence-tutkimus tyypillisesti yrityksen johtamisresursseihin tutustumisella. Vakuuttaminen siitä, että yrityksellä on ja tulee jatkossakin olemaan huippuluokan johtamisresurssit käytössään, on luultavasti riskisijoittajan due diligence-prosessin tärkein asia. Toimintansa alussa olevassa yrityksessä, jossa harvoin on ehtinyt muodostua täydellistä johtoryhmää, johtamisresurssit käsittävät myös johtoryhmää tukevat tahot eli yhtiön hallituksen, neuvonantajat ja oman pääoman sijoittajat. (Camp 2002, 23–24)

Johtoryhmän koostumuksen puutteellisuus ei estä elinkaarensa alkuvaiheessa olevaa yritystä saamasta rahoitusta riskisijoittajilta. Riskisijoittajan portfolio-yhtiöilleen tarjoamiin tukipalveluihin kuuluu johtoryhmän täydentäminen rekrytoimalla henkilöitä keskeisille johtoryhmän paikoille sekä hallituksen lisäjäsenten rekrytoiminen (Cardis et al. 2001, 224). Täydelliseen johtoryhmään voidaan kirjallisuuden mukaan katsoa kuuluvan ainakin toimitusjohtajan, teknologiajohtajan, talousjohtajan, liiketoiminnan kehittämisjohtajan sekä markkinointi- ja myyntijohtajan. Näistä henkilöistä erityisesti kolmen ensiksi

mainitun tahon kuuluminen yritykseen mahdollisimman varhaisesta vaiheesta lähtien on riskisijoittajien mielestä tärkeää. Saadakseen riskirahoitusta perustayrittäjillä on vähintään oltava kiinteät, sovitut suunnitelmat ulkopuolisen toimitusjohtajan ja talousjohtajan palkkaamiseksi, mikäli kyseisiä paikkoja ei johtoryhmässä vielä ole täytetty yrittäjien lähestyessä riskisijoittajia. Teknologian tai tuotteen kehitystä valvovan teknologiajohtajan on puolestaan luonnollisesti välttämätöntä olla mukana yrityksessä alusta alkaen, mikäli yritys aikoo valmistaa teknologisesti vaativaa tuotetta.

Riskisijoittajat arvioivat johtoryhmää ensisijaisesti kahdella eri menetelmällä. Olemalla vuorovaikutuksessa yrityksen koko johtoryhmän kanssa riittävän pitkän aikaa heidän työpaikallaan riskisijoittajille muodostuu käsitys johtoryhmään kuuluvien henkilöiden taidoista ja kyvystä työskennellä yhdessä. Riskisijoittajat keräävät tietoa johtoryhmästä myös epäsuoralla menetelmällä. Tähän menetelmään kuuluu suositusten tarkistaminen sekä taustatietojen tarkistukset kyseisen palvelun toimittamiseen erikoistuneiden yritysten toimesta. Taustatietojen tarkastuksessa tutkitaan usein rikosrekisteri. Myös henkilön luottotiedot voidaan esimerkiksi käydä läpi. (Camp 2002, 27–29)

Tutkimuksensa tuloksena riskisijoittaja haluaa vakuuttua siitä, että johtoryhmään jo kuuluvat henkilöt ovat rehelliseksi tunnettuja, sitoutuneita yrityksen pitkän aikavälin menestykseen, työskentelevät tehokkaasti yhdessä ja jokainen heistä lisää yrityksen arvoa. Jotta jokaisesta johtoryhmän jäsenestä olisi todellista hyötyä yritykselle, on johtoryhmän jäsenillä oltava toisistaan eroavat taustat. Tällöin johtoryhmän jäsenten taidot täydentävät toisiaan, mikä tekee tehdyistä päätöksistä perusteltuja.

Yleensä samanaikaisesti yrityksen johtamisresursseihin perehtymisen kanssa riskisijoittajat keskittyvät tarkastelemaan myös yrityksen liiketoimintamahdollisuuksia. Tässä tarkastelussa tutkitaan asioita liittyen yrityksen tuotteisiin tai palveluihin, markkinoihin, asiakkaisiin, kilpailijoihin sekä jakelukanaviin. On itsestään selvää, että menestyäkseen yritys tarvitsee loistavan tuotteen tai palvelun. Riskisijoittajan näkökulmasta tuoteideaa tai kehitteillä olevaa tuotetta tärkeämpää on kuitenkin sen markkinasegmentin koko ja kasvuvauhti, jolle tuote tai palvelu kohdennetaan. Jollei markkinasegmentti ole kooltaan riittävän suuri ja nopeasti kasvava, yritys ei yksinkertaisesti pysty kasvamaan tarpeeksi, jonka seurauksena riskisijoittajat eivät saa vaadittua tuottoa sijoitukselleen. Ongelma nopeasti kasvavissa markkinasegmenteissä on niiden houkutteleva suuri kilpailijoiden määrä. Saadakseen riskirahoitusta yrityksen on pyrittävä johtavaan asemaan markkinasegmentillään. Riskisijoittajat investoivat harvoin yrityksiin, jotka eivät tavoittele yli 30 prosentin markkinaosuutta markkinasegmentistään (Camp 2002, 83).

Varmistuttuaan siitä, että markkinasegmentin koko ja kasvuvauhti sekä yrityksen tavoitteleva osuus segmentistä ovat riittäviä, riskisijoittaja keskittyy tuotteeseen sisältyvän teknologiariskin analysoimiseen. Muodostaessaan käsitystä teknologiariskin suuruudesta, riskisijoittaja esittää kysymyksiä yrityksen tuotekehityksen asteesta, markkinahyväksyttävyydestä eli siitä, miksi asiakkaiden tulisi käyttää yrityksen tuotetta kilpailijoiden tuotteiden sijasta sekä yrityksen kilpailullisesta asemasta eli siitä, onko yrityksellä markkinoille ensimmäiseksi tulijan etu, vaikeasti kopioitavissa oleva tuote vai estävätkö patentit kilpailijoiden pääsyn markkinasegmentille (Cardis et al. 2001, 84).

Tiivistetysti voidaan sanoa, että analysoidessaan teknologiariskiä riskisijoittaja pyrkii vakuuttumaan yrityksen kyvystä muuttaa tuoteideat kaupallisesti menestyviksi tuotteiksi, joita myydään markkinoilla riittäviä määriä riittävän suurilla voittomarginaaleilla. Riskisijoittajan toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen tekemä sijoituspäätös heijastaa riskisijoittajan uskoa kyseisellä yrityksellä olevaan teknologiaan. Kaupallisesti menestyvän tuotteen aikaansaamiseksi yritys tarvitsee luonnollisesti sellaisen tuotantoinfrastruktuurin, joka mahdollistaa tuotteen valmistamisen tehokkaasti ja halvasti. Mikäli yritys on vasta kehittämässä tuotantoinfrastruktuuriaan sen pyytäessä riskirahoitusta, on teknologiariski riskisijoittajan näkökulmasta suuri. Tällöin yrityksen tuotekehityksestä vastaavan henkilöstön laadukkuudesta varmistuminen on riskisijoittajalle ensiarvoisen tärkeää.

Teknologiariskin toisen osan eli kehitteillä olevan tuotteen markkinahyväksyttävyydestä varmistumiseksi riskisijoittajat käyttävät paljon aikaa markkinaolosuhteiden ja teknologiatrendien ymmärtämiseen. Tiedon hankkimiseen riskisijoittajat käyttävät useita eri kanavia. Näihin voi kuulua esimerkiksi kääntyminen markkinatutkimusyritysten puoleen sekä keskustelut yrittäjien, teknologian tuntijoiden ja toimialan asiantuntijoiden kanssa. Saatuaan käsityksen yrityksen tavoittelevan markkinasegmentin tarpeista riskisijoittaja arvioi yrityksessä kehitteillä olevan tuotteen kykyä vastata näihin tarpeisiin. Yksi tapa toimintansa alkuvaiheessa olevalle yritykselle menestyä on kehitteillä olevan tuotteen erottuminen selkeästi kilpailijoista asiakkaille tärkeiden ominaisuuksien suhteen. Tällaisen tuotedifferoinnin tuloksena suuri joukko asiakkaita kokee tuotteen ostamisen välttämättömäksi.

Kaikilla markkina-alueilla yritysten ei ole mahdollista kehittää kilpailijoihin nähden teknologisesti ylivertaisia vaikeasti kopioitavissa olevia tuotteita. Tällöin yrityksen kilpailuedun on perustuttava siihen, että yrittäjät tunnistavat markkinasegmentin, joka on jäänyt kilpailijoilta huomioimatta. Tämän

jälkeen toimintansa alkuvaiheessa olevassa yrityksessä on kehitettävä tuote vastaamaan kyseisen markkinasegmentin tarpeisiin. Markkinoille ensimmäiseksi tulija ei kuitenkaan automaattisesti ole etulyöntiasemassa kilpailijoihin nähden. Jos toimialalla on useita markkinoille tulon esteitä, ensimmäisenä yrityksenä olo markkinoilla on valtavan suuri etu. Päinvastaisessa tapauksessa se voi olla jopa haitta. (Cardis et al. 2001, 92) Rahoittaakseen markkinasegmentille ensimmäisenä pyrkivää yritystä riskisijoittajan on tiedettävä yrityksen olevan etulyöntiasemassa kilpailijoihin nähden.

Tavoittelemallaan markkinasegmentillä yritys kohtaa aina kilpailua. Olemassa olevien ja potentiaalisten kilpailijoiden identifioiminen on tärkeää toimintansa alkuvaiheessa olevan yrityksen menestyksen kannalta. Mikäli jokin kilpailijoista muodostaa vakavan kilpailullisen uhan yritykselle, korostaa se tuotekehitykselle laaditussa aikataulussa pysymisen merkitystä tavoitellun markkinaosuuden menettämisen uhalla. Riskisijoittajien onkin vakuututtava siitä, että yrityksessä ymmärretään kilpailijoiden merkitys ja hankittava informaatiota kilpailijoista arvioidakseen, missä määrin ne muodostavat kilpailullista uhkaa yritykselle.

Kaupallisesti menestyviä tuotteita ei saada aikaiseksi myöskään ilman tuotteisiin sopivia jakelukanavia ja oikeanlaisia markkinointi- ja myyntistrategioita. Tehdessään due diligence-tutkimusta yrityksen liiketoimintamahdollisuuksista riskisijoittaja kiinnittää huomiota myös näihin asioihin.

Yllä on käsitelty yrityksen johtamisresursseihin ja liiketoimintamahdollisuuksiin kohdistuvaa due diligence-tutkimusta. Vaikka näiden osa-alueiden tutkimus tuottaa tärkeää tietoa riskisijoittajalle, on taloudellisen numeroanalyysin tuottamalla informaatiolla erittäin suuri merkitys riskisijoittajan tehdessä lopullista sijoituspäätöstään. Toimintansa alkuvaiheessa olevassa yrityksessä ei kyseinen analyysi kuitenkaan voi luonnollisestikaan perustua perinteiseen tapaan historialliseen tilinpäätösinformaatioon. Tulovirtaa aivan elinkaaren alkuvaiheessa olevissa yrityksissä ei ole eikä useimmille yrityksille ole ehtinyt kertyä myöskään kattavia kustannustietoja. Tämän lisäksi monet toimintansa alussa olevan yrityksen menestyksen kannalta ratkaisevat asiat eivät näy tilinpäätöksessä.

Elinkaarensa alkuvaiheessa olevassa yrityksessä riskisijoittajan taloudellisen analyysin pääpaino on ennustettujen tulevien tilinpäätösten eli pro forma-tilinpäätösten läpikäymisessä. Kirjallisuudessa on yleisesti esitetty, että riskisijoittajat vaativat tuloslaskelma-, tase- ja rahavirtalaskelmaennusteet korkeintaan viideltä seuraavalta vuodelta. Tulevaisuuden ennustamiseen liittyy aina paljon epävarmuutta.

Riskisijoittajat pyytävätkin usein yritystä suorittamaan herkkyyssanalyysiä ja perehtyvät huolellisesti tuloslaskelman tulo- ja kuluennusteiden pahimpaan mahdolliseen vaihtoehtoon arvioidakseen niiden yhdenmukaisuutta toimialanormien sekä heidän omien odotustensa kanssa (Cardis et al. 2001, 216).

Mihin riskisijoittajat sitten tavallisesti kiinnittävät huomiota jokaisessa pro forma-tilinpäätöksessä? Tuloslaskelmien myyntiennusteista pitäisi selvittää yrityksen jokaisella raportointiajanjaksolla odottama myytävien yksiköiden lukumäärä sekä keskimääräiset myyntihinnat yksiköltä. Kuluennusteiden olisi sisällettävä yksikkökustannustietoa mukaan lukien työvoimakustannukset, materiaalikustannukset ja yleiskustannukset jokaisen yksikön valmistamisesta. Riskisijoittajat odottavat lisäksi yrityksen selittävän, mitä tuotekehityskustannuksia on sisällytetty kuluennusteisiin. Myös kaikkien muiden kustannusten on hyvä olla mukana ennusteissa, esimerkiksi hallinnollisten kustannusten sekä myynti- ja markkinointikustannusten. Taseiden osalta riskisijoittajat tyypillisesti varmistavat niiden korreloivan tuloslaskelmien ja rahavirtalaskelmien kanssa. Lisäksi he vahvistavat ennustettujen varastotasojen ja käyttöomaisuusinvestointitasojen olevan asianmukaisia suhteessa ennustettuihin myyntilukuihin. Rahavirtalaskelmista puolestaan riskisijoittajat varmistavat niiden korreloivan tuloslaskelmien ja taseiden kanssa ja, että rahavirtalaskelmat perustuvat noissa dokumenteissa oleviin kulutus- ja maksupäätöksiin. (Camp 2002, 203–204)

Tässä kappaleessa käsitellyt eri osa-alueiden due diligence-tutkimukset tuottavat arvokasta tietoa sijoituspäätöstä harkitsevalle riskisijoittajalle. Tutkimuksen tuloksena riskisijoittaja harvoin tietää täysin varmasti, onko yritys loistava sijoituskohde. Useimmilla yrityksillä on vahvuuksia tietyillä alueilla ja heikkouksia toisilla. Hyvä riskisijoittaja ottaa investointipäätöstä tehdessään huomioon kaiken tutkimuksesta saadun tiedon ja kuuntelee lisäksi, mitä hänen vaistonsa sanoo yrityksestä sijoituskohteena.

4.2 Toimiala

Yritysten toimintaympäristöä kuvaa tänä päivänä kiristynyt globaali kilpailu. Tässä toimintaympäristössä menestyminen edellyttää yleisesti ottaen kasvavassa määrin investoimista aineettomiin hyödykkeisiin perinteisten aineellisten hyödykkeiden sijaan. Aineettomien investointien etu verrattuna aineellisiin investointeihin on, että ne ovat usein yrityskohtaisia, joten kilpailijoiden on vaikeaa jäljitellä niitä. Yrityskohtaiseen aineettomaan varallisuuteen kuuluvat esimerkiksi ammattitaitoinen henkilöstö, patentit, yrityksen neuvotteluasema toimialalla ja markkinaverkostot. (Abernethy & Wyatt 2003, 34)

Yrityksen toiminnan luonne vaikuttaa luonnollisesti siihen, kuinka merkittävän osan yrityksen varallisuutta aineettomat hyödykkeet muodostavat. Voimakkainta aineettomien investointien kasvu on palvelusektorilla, jolle työvoimaintensiivisyys ja teknologisten innovaatioiden loppukäyttäjänä oleminen on usein luonteenomaista (Abernethy & Wyatt 2003, 27). Aineettomien investointien merkitys ei kuitenkaan rajoitu palvelusektoriin. Yleistäen voidaan sanoa, että monilla toimialoilla yritysten toiminta on nykyään lisääntyvissä määrin verkostoitunutta, joka näkyy erilaisten strategisten yhteistoimintasuhteiden solmimisen yleistymisenä. Näin ollen yrityksen arvon määräytymisessä on kiinnitettävä huomiota yrityksellä oleviin verkostoihin ja yritysjohton kykyyn hyödyntää niiden tarjoamia strategisia resursseja mahdollisten muiden yrityksellä olevien aineettomien resurssien lisäksi. Yrityksen arvo määräytyy aineellisten ja aineettomien resurssien yhdistelmänä.

Kohdeyrityksellä olevien aineettomien hyödykkeiden merkitys on arvioitava suunniteltaessa yrityskaupan yhteydessä suoritettavan taloudellisen due diligence-tarkastuksen painopistealueita. Mitä keskeisemmässä asemassa aineettomat hyödykkeet kohdeyrityksen toiminnassa ovat, sitä suurempi merkitys niillä on kyseisen yrityksen arvon määrittämisessä, jonka perusteella käydään lopulliset kauppahintaneuvottelut. Taloudellisen due diligencen painopiste on kohdeyrityksellä olevien aineettomien hyödykkeiden tarkastuksessa, mikäli potentiaalisen ostokohteen toimialalla aineettomat hyödykkeet ovat keskeisessä asemassa yritysten toiminnassa. Yrityksellä olevien aineettomien hyödykkeiden tarkastus ei ole kuitenkaan yksinkertainen asia. Eri maiden kansalliset laskentastandardit antavat yrityksille huomattavasti liikkumavaraa aineettomien hyödykkeiden tilinpäätösraportoinnissa.

Seuraavassa keskitytään tarkastelemaan yhtä toimialaa, jossa yritysten toiminta perustuu aineettomiin hyödykkeisiin ja yhtä toimialaa, jossa aineelliset hyödykkeet ovat puolestaan keskeisin osa yritysten varallisuutta. Tarkasteltaviksi toimialoiksi on valittu ICT-toimiala sekä kemianteollisuus. Ensiksi mainittua toimialaa on tässä tutkielmassa rajattu siten, että perehdytään ainoastaan ohjelmistotuoteliiketoimintaan. Kemianteollisuuden osalta lisää mielenkiintoa tarkasteluun tarjoaa kuluvan vuoden kesäkuussa voimaan astuva REACH-asetus. Sen voidaan katsoa vaikuttavan kemianteollisuuden valmistajayrityksestä suoritettavaan due diligenceen, kuten jäljempänä tutkielmassa havaitaan. Ohjelmistotuoteliiketoiminta Suomessa on puolestaan kovan kansainvälistymishaasteen edessä, jonka seurauksena ulkomaisten yrityskauppojen tärkeys suomalaisille ohjelmistotuoteyrityksille todennäköisesti tulevaisuudessa merkittävästi lisääntyy.

4.2.1 Suomalaisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan nykytila ja rakenteet

Suomalainen ohjelmistotuoteliiketoiminta on tulevina vuosina kovan haasteen edessä. Ohjelmistotuoteliiketoiminnan tavoitteeksi on Suomessa asetettu saavuttaa 15 miljardin euron vuotuinen liikevaihto vuoteen 2015 mennessä. Tällöin myös 40 suomalaisen yrityksen pitäisi tavoitteen mukaan olla globaalisti johtavassa asemassa omilla segmenteillään. (Lassila et al. 2006, esipuheosio) Tavoitteen saavuttamiseksi suomalaisten ohjelmistotuoteliiketoiminnan yritysten ja niiden johtajien on pystyttävä luomaan henkilökohtaiset suhteet ohjelmistotuoteliiketoiminnan alalla johtavissa maissa toimiviin yrityksiin ja sijoittajiin. Jotta voidaan ymmärtää asetetun tavoitteen edellyttämien muutosten haasteellisuus, on tunnettava suomalaisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan nykytila ja rakenteet. Seuraavassa perehdytään vuonna 2006 toteutetusta suomalaisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan kartoitusta koskevasta tutkimuksesta saatuihin tuloksiin.

Tutkimuksen kohteena olivat suomalaiset ohjelmistotuoteyritykset eli yritykset, joissa sekä ohjelmistotuoteliiketoimintaa koskevat päätökset että ohjelmistotuotteen kehittäminen tai jompikumpi edellä mainituista asioista tehdään Suomessa. Ohjelmistotuotteella tarkoitetaan tuotteistettua sovellusta, joka voidaan räätälöidä asiakkaan tarpeisiin sopivaksi kokoonpanolla. Ohjelmistotuoteliiketoiminta on puolestaan ohjelmistotuotteisiin perustavaa liiketoimintaa, jossa asiakkaan tarpeisiin räätälöity tuoteosat eivät ole keskeisillä sijalla koko ohjelmistopakettia ajatellen. Kyseinen suomalaisiin ohjelmistotuoteyrityksiin keskittynyt tutkimus toteutettiin verkkokyselynä touko-kesäkuussa 2006 ja sillä tavoitettiin 184 ohjelmistotuoteyritystä eli noin 17 prosenttia alalla vuoden 2005 lopussa olleista noin 1100 yrityksestä. Vastanneet yritykset muodostivat arviolta yli 68 prosenttia koko suomalaisen ohjelmistotuotetoimialan liikevaihdosta ja yli 80 prosenttia kansainvälisestä liiketoiminnasta saadusta liikevaihdosta. (Lassila et al. 2006, 9–11)

Tutkimustulosten mukaan suomalainen ohjelmistotuotetoimiala on jatkanut kasvuaan. Alan liikevaihto kasvoi 9,2 prosenttia (21 prosenttia vuonna 2004) ja saavutti 1,3 (1,19) miljardin euron tason vuonna 2005. Erityisesti kansainvälisen liiketoiminnan tuottama liikevaihto kasvoi 24,2 prosenttia (7 prosenttia) ollen 504 (406) miljoonaa euroa. Tutkimuksen kohteena olleista yrityksistä 43 suurinta yritystä vastasivat 816 miljoonan euron liikevaihdosta, josta 404,7 miljoonaa euroa tuli ulkomaisesta liiketoiminnasta eli kyseiset yritykset tuottivat yli 80 prosenttia koko toimialan saamasta ulkomaisesta liikevaihdosta vuonna 2005. Ohjelmistotuoteliiketoimintaa harjoittavien yritysten tuottama kokonaisvoitto kasvoi vuodesta 2004. Tutkimukseen vastanneet yritykset tuottivat yhteensä 316 (170) miljoonaa euroa

voittoa vuonna 2005. Tästä summasta yhteensä 62,6 (5,3) miljoonaa euroa tuli yrityksiltä, joista jokaisessa ohjelmistotuoteliiketoiminnan tuottama liikevaihto oli alle 3 miljoonaa euroa. Alan työllistämien henkilöiden määrä sen sijaan pysyi vuoden 2004 tasolla ollen suunnilleen 12340 henkilöä. (Lassila et al. 2006, 16–23) Yllä olevat tutkimustulokset ilmentävät hyvin kuinka pienimuotoista ohjelmistotuoteliiketoiminta Suomessa on toistaiseksi ollut.

Kaiken kaikkiaan 59 prosentilla (46 prosenttia vuonna 2004) vastanneista yrityksistä oli kansainvälistä liiketoimintaa vuonna 2005, mutta suurin osa yrityksistä oli kuitenkin vasta kansainvälistymisprosessin alkuvaiheessa. Yli puolet yrityksistä sai 25 prosenttia tai vähemmän liikevaihdostaan ulkomailta, mutta osa yrityksistä oli kuitenkin erittäin kansainvälisiä. Melkein joka viides yrityksistä sai 75 prosenttia tai enemmän liikevaihdostaan ulkomailta. Tärkeimmät ulkomaiset kohdemarkkinat suomalaisille ohjelmistotuoteliiketoiminnan yrityksille sijaitsivat Ruotsissa, Yhdysvalloissa ja Saksassa (Lassila et al. 2006, 38–43) Tutkimustulosten valossa näyttää siltä, että suomalaiset ohjelmistotuoteliiketoiminnan yritykset alkavat yleisesti hiljalleen tiedostamaan kansainvälisen toiminnan merkityksen klusterin kasvutavoitteiden saavuttamisen kannalta, mutta laajamittainen kansainvälinen liiketoiminta on ainakin vielä toistaiseksi pienen yritysjoukon harjoittamaa toimintaa.

Suomalaisten ohjelmistotuoteliiketoiminnan yritysten omistajuusrakenne muodostaa merkittävän esteen uusien ohjelmistotuoteliiketoiminnan yritysten perustamiselle Suomessa sekä klusteriin kuuluvien yritysten kansainvälisen toiminnan aloittamiselle ja laajentamiselle. Vuoden 2005 lopussa yritysten perustajat ja heidän perheenjäsenensä omistivat keskimäärin 69 prosenttia suomalaisista ohjelmistotuoteyrityksistä. Yksityisten riskisijoittajien ja ulkomaisten omistajien omistusosuus oli keskimäärin kummankin ryhmän osalta 6,1 prosenttia. Varsinkin nuoret yritykset kokivat riskirahoituksen puutteen keskeiseksi esteeksi uusien ohjelmistotuoteyritysten synnylle (67 prosenttia alle 2 vuotiaista yrityksistä). Klusterin rahoitustilanne on myös vaikuttanut heikentävästi yritysten kansainvälistymishankkeisiin ja tuotekehitykseen Vastanneista yrityksistä keskimäärin 31 prosenttia ilmoitti joutuneensa merkittävästi muuttamaan liiketoimintasuunnitelmiaan rahoituksen saatavuuteen liittyneiden ongelmien vuoksi. Näistä yrityksistä 73 prosenttia oli joutunut vähentämään kansainvälistymispyrkimyksiään ja 59 prosenttia yrityksistä oli tinkinyt tuotekehityksestä tai tuotteistuksesta. (Lassila et al. 2006, 50–53)

Suomalaiset ohjelmistotuoteyritykset panostavat tulevaisuuteen. Tutkimuksen mukaan tärkeimmät kehityskohteet riippumatta yrityksen koosta liittyvät tuotteistukseen, tuotekehitykseen, kansainväliseen

myyntiin ja markkinointiin sekä verkostoitumiseen (Lassila et al. 2006, 25). Viime vuosina käynnissä olleen kansainvälisen markkinakehityksen mukaisesti myös ohjelmistojen tarjoaminen palveluna on lisääntynyt. Vastanneista yrityksistä 54 prosenttia tarjosi ohjelmistoaan palveluna, kun vuotta aikaisemmin vuonna 2004 vastaava luku oli 37 prosenttia. (mt. 84) Ohjelmiston tarjoamisessa palveluna on kyse ajasta ja paikasta riippumattomasta internetin mahdollistamasta pääsystä etähallittuun palvelimen ylläpitämään sovellusohjelmistoon, joka sallii saman sovellusohjelmistoasennuksen samanaikaisen käytön suuren itsenäisen käyttäjäjoukon eli asiakkaiden toimesta (Sääksjärvi et al. 2005, 177–186).

Tutkimuksen kohteena olleet yritykset luokiteltiin neljään ryhmään perustuen yritysten tarjoaman pääasiallisen ohjelmistotuotteen tuoteistuksen asteeseen ja tuotelisenssien kerryttämään liikevaihtoon koko liikevaihdosta. Kyseisten muuttujien perusteella suoritettussa ryhmittelyssä 48 yritystä lukeutui tutkimuksen mukaan tuotelisenssien antajiin, 53 yritystä tuoteintegraattoreihin, 19 yritystä ratkaisua tarjoaviin konsultteihin ja 31 yritystä tuoteräätälöijiin.

Kyseessä olevassa tutkimuksessa yritykset luokiteltiin myös niiden tarjoaman ohjelmistotyypin ja kohdemarkkinoiden perusteella. Ohjelmistoluokittelu tapahtui mukauttamalla pohjoisamerikkalaista tuoteluokittelujärjestelmää (NAPCS). Mahdollisten kohdemarkkinoiden joukko valittiin tutkimukseen puolestaan sillä perusteella, että se soveltuu taloudelliseen ja IT-markkinatilanteeseen Suomessa. Yritysten antamien vastausten perusteella sovellusohjelmistoryhmä oli lähes neljä kertaa suositumpi kuin systeemiohjelmistoryhmä. Tutkimustulos selittyy muun muassa sillä, että sovellusohjelmistotuotteiden markkinoilla on tyypillisesti suuremmat volyymit ja kyseisille markkinoille on myös helpompi päästä verrattuna systeemiohjelmistotuotteiden markkinoihin. (Lassila et al. 2006, 72–74)

Yrityskaupat keinona päästä maantieteellisesti uusille markkinoille

Edellä on kuvattu suomalaisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan nykytilaa ja rakenteita kansallisesta ohjelmistotuoteliiketoiminnan kartoitusta koskevasta tutkimuksesta saatuihin tuloksiin perustuen. Jotta kyseinen klusteri voisi saavuttaa sille asetetun kasvutavoitteen vuoteen 2015 mennessä, on selvää, että niiden suomalaisten ohjelmistotuoteyritysten, joilla kansainvälistymishankkeet ovat vasta alussa, on niitä laajennettava. Alalle tarvitsee myös perustaa uusia ohjelmistotuoteyrityksiä, joiden perustajayrittäjät suhtautuvat myönteisesti kansainvälistymiseen. Suomalaiset ohjelmistotuotemarkkinat ovat yritysten lukumäärällä mitattuna niin pienet, että kasvua on välttämätöntä hakea ulkomailta.

Ulkomaiset yrityskaupat tarjoavat keinon laajentaa toimintaa nopeasti maantieteellisesti uusille markkinoille. Niiden merkitys on luonnollisesti huomattava, mikäli asetettu tavoite pyritään tosissaan saavuttamaan. Enemmistö suomalaisista ohjelmistotuoteyrityksistä on kuitenkin niin pieniä, ettei niillä ole resursseja ulkomaiseen yritysostoon. Kuten edellä on jo käynyt ilmi, suomalaisten ohjelmistotuoteyritysten omistajuusrakenteessa on yleisesti ottaen silmiinpistävää riskirahoituksen puute. Suomalaiset ohjelmistotuoteyritykset tarvitsevat kollektiivisesti tarkasteltuna huomattavasti lisää riskirahoitusta, jotta suomalaiselle ohjelmistotuotesektorille asetetun kasvutavoitteen edellyttämä kansainvälistyminen olisi tarvittavassa mittakaavassa mahdollista. Kansainvälistymisen vaatimien varojen vuoksi yksityisillä riskisijoittajilla on harvoin riittävästi rahaa yritysten nopean kasvun vaiheessa toteuttamien kansainvälistymishankkeiden läpiviemiselle. Näin ollen kansainvälistymiseen pyrkivien suomalaisten ohjelmistotuoteyritysten onkin pyrittävä houkuttelemaan ulkomaisia suuria riskisijoitusyhtiöitä sijoittamaan varoja niihin. Suomalaisella ohjelmistotuotesektorilla on vahvaa teknologiaosaamista, jonka voisi ajatella houkuttelevan ulkomaisia riskisijoittajia, jos suomalaiset ohjelmistotuoteyritykset omaksuvat yleisesti ottaen myönteisemmän asenteen kansainvälistymistä kohtaan.

Kuten edellä kansallisen ohjelmistotuoteliiketoiminnan nykytilaa kartoittavan tutkimuksen tuloksia kuvattaessa ilmeni, osa suomalaisista ohjelmistotuoteliiketoimintaa harjoittavista yrityksistä on kuitenkin hyvin kansainvälisiä kerryttäen valtaosan liikevaihdostaan ulkomailta. Näille yrityksille ulkomaiset yrityskaupat tarjoavat jo nykyisellään keinon laajentaa toimintaansa maantieteellisesti uusille markkinoille. Tässä tutkielmassa tarkastellaan ohjelmistotuoteliiketoiminnan osalta erityisesti suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ja yhdysvaltalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen välillä suunnitellun yrityskaupan haasteita suomalaisen ostavan yrityksen suorittaman taloudellisen due diligence-tutkimuksen näkökulmasta. Sen lisäksi, että Yhdysvallat lukeutuu kolmen tärkeimmän ulkomaisen markkina-alueen joukkoon suomalaisille ohjelmistotuoteyrityksille, Yhdysvalloilla on myös todella merkittävä vaikutus ohjelmistotuoteliiketoiminnassa maailmanlaajuisesti. Ohjelmistotuotemarkkinoiden markkina-arvo maailmanlaajuisesti tarkasteltuna oli 192 miljardia euroa vuonna 2005 ja sen odotetaan nousevan 218 miljardiin euroon vuonna 2007. Yhdysvaltojen osuus koko maailman markkinoista oli suurin lähes 43 prosenttia vuonna 2005. Euroopan ohjelmistotuotemarkkinat olivat arvoltaan suunnilleen 70,9 miljardia euroa vuonna 2005 ja niiden odotetaan kasvavan 79 miljardiin euroon vuonna 2007. Yhdysvaltojen globaali markkinajohtajuus ohjelmistotuotemarkkinoilla ei ennusteiden mukaan kuitenkaan ole uhattuna vuonna 2007. (EITO 2006)

Tässä tutkielmassa tehdystä rajauksesta huolimatta taloudellisen due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteet ovat kuitenkin todennäköisesti suurelta osin samat riippumatta siitä, minkä maalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ostamista suomalainen vastaavan sektorin yritys on harkitsemassa. Due diligencen suorittaminen pohjautuu ymmärrykseen kaupan kohteen liiketoiminnan luonteesta. Joitakin maakoh-
taisia painopiste-eroja eri maalaisiin ohjelmistotuoteyrityksiin kohdistuvassa taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa voi luonnollisesti kuitenkin olla, erityisesti mikäli kaupan osapuolina olevien yritysten sijaintivaltioissa on käytössä erilaiset laskentaperiaatteet. Seuraavaksi tuodaan esille tarkastuskohteita, joiden voidaan ajatella korostuvan suomalaista ostajaa avustavien ulkopuolisten asiantuntijoiden toisesta ohjelmistotuoteyrityksestä suorittamassa taloudellisessa due diligencessä kohdemaasta riippumatta. Yksinomaan yhdysvaltalaisesta ohjelmistotuoteyrityksestä tehdyssä taloudellisessa due diligencessä mahdollisesti erityisesti painottuvat asiat jätetään haastattelututkimuksella selvitettäväksi, mikäli sellaisia on.

Ohjelmistotuoteyrityksen kehittäessä asiakasyrityksilleen erityyppisiä ohjelmistotuotteita voivat kehittämishankkeet olla pitkäkestoisia. Näin ollen taloudellisessa due diligence-tutkimuksessa on kiinnitettävä huomiota esimerkiksi kohdeyrityksen tulouttamisperiaatteisiin. Tärkeä tarkastuskohde on luonnollisesti myös se, mitä erää taseeseen on aktivoitu ja miten kyseisten erien arvoihin on päädytty. Ohjelmistotuoteliiketoiminta on luonteeltaan toimintaa, johon sisältyy paljon aineettomia hyödykkeitä. Kaikki aineettomat hyödykkeet eivät tietystikään ole aktivoituna taseeseen. Myös taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvostuksen voisi olettaa sisältyvän taloudelliseen due diligence-tarkastukseen. Edellä sanotun lisäksi esimerkiksi henkilöstöön liittyvien asioiden tarkastaminen luultavasti korostuu. Tämä johtuu siitä, että henkilöstö on keskeisellä sijalla ohjelmistotuoteyrityksen valmistamien tuotteiden valmistusprosessissa. Erityisesti on syytä korostaa, että henkilöstö koostuu pääosin nuorista aikuisista johtuen liiketoiminnan luonteesta. Näin ollen ostokohteen vallitsevaan yrityskulttuuriin on kiinnitettävä erityistä huomiota, mikä lisää puolestaan myös liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen merkitystä.

4.2.2 Kemianteollisuus

Tutkielmassa paneudutaan erityisesti suomalaisen ja saksalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen välillä suunnitellun yrityskaupan due diligence-tutkimukseen suomalaisen ostavan yrityksen näkökulmasta. Saksan valintaa kohdemaaksi puoltaa, että Kemianteollisuus ry:n ekonomistilta saadun tiedon mukaan kyseistä maata voidaan pitää tärkeimpänä kohdemaana suomalaisten kemianteollisuuden

valmistajayritysten tekemille yrityskaupoille. Lisäksi Saksan kemianteollisuus on tuotannoltaan EU:n suurin suunnilleen 25 prosentin osuudellaan koko teollisuustuotannosta. Vastaavasti Ranskan, Italian ja Englannin tuotanto-osuudet ovat 10-20 prosenttia. (Koskinen ym. 2004, 23) Seuraavassa tuodaan lyhyesti esille muutama due diligencen tarkastuskohde, joiden voidaan ajatella korostuvan suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen harkitessa toisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ostamista kohdemaasta riippumatta. Huomiota kiinnitetään yleisellä tasolla erityisesti myös siihen, mikä vaikutus REACH-asetuksella todennäköisesti tulee olemaan kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvaan due diligence-tutkimukseen yrityskaupan yhteydessä. Haastattelututkimuksella on tarkoitus selvittää, mitä mahdollisia erityisiä tarkastuskohteita sisältyy suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen nimenomaan saksalaisesta vastaavan sektorin kohdeyrityksestä suorittamaan due diligenceen. Haastatteluja suoritettaessa keskitytään myös REACH-asetuksella ostavan yrityksen näkökulmasta due diligence-tutkimukseen oleviin vaikutuksiin suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen pohtiessa saksalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ostamista.

Kemianteollisuus on suhteellisen frakmentoitunut teollisuuden ala. Suomessa painotutaan peruskemikaalien tuotantoon. Niiden valmistus sisältää muun muassa värien ja pigmenttien, lannoitteiden ja tyyppiyhdisteiden sekä muoviaineiden ja synteettisten kumiraaka-aineiden valmistuksen. Tuotanto-osuus on merkittävä lisäksi lääkekemikaalien, maalien ja lakan valmistuksessa. (Koskinen ym. 2004, 23) Kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvassa due diligence-tarkastuksessa on luonnollisesti kiinnitettävä huomiota siihen, mitä kemikaaleja ostokohteella on ja mitä ostajan tarkoitusta ne palvelevat. Tällä tavalla saadaan selville yrityskaupan hyöty ostavalle yritykselle. Myös kemikaalien arvostusta ja kustannuksia selvitetään due diligence-tutkimuksessa. Arvostuksen ja kustannusten selvittäminen kuuluu taloudelliseen due diligenceen. Kemianteollisuuden harjoittaman toiminnan luonteesta johtuen on selvää, että myös ympäristöasioihin liittyvät tarkastuskohteet ovat merkityksellisiä. Kemianteollisuuden ollessa kyseessä voidaan olettaa suoritettavan syvälinen ympäristön due diligence-tutkimus omana osa-alueenaan. Taloudellisen due diligencen yhteydessä selvitetään kuitenkin ympäristöasioista ostavalle yritykselle aiheutuvat rahamääräiset velvoitteet.

Kuluvan vuoden kesäkuussa voimaan astuvalla REACH-asetuksella saattaa olla vaikutusta kemianteollisuuden kilpailun asteeseen Suomessa. Joulutammikuussa 2003-2004 toteutetusta suomalaisille REACH:in piiriin tuleville yrityksille suunnatusta kyselytutkimuksesta käy ilmi, että REACH-asetuksen aiheuttama kustannuslisäys suhteessa liikevaihtoon on liikevaihdoltaan alle 40 miljoonan

euron pk-yrityksissä noin kymmenkertainen suuryrityksiin verrattuna. Tämän seurauksena yrityskentän keskittyminen suuremmiksi yrityskokonaisuuksiksi voi lisääntyä erityisesti niillä kemianteollisuuden toimialoilla, joihin kustannusrasite kohdistuu voimakkaimmin. (Koskinen ym. 2004, 30–48)

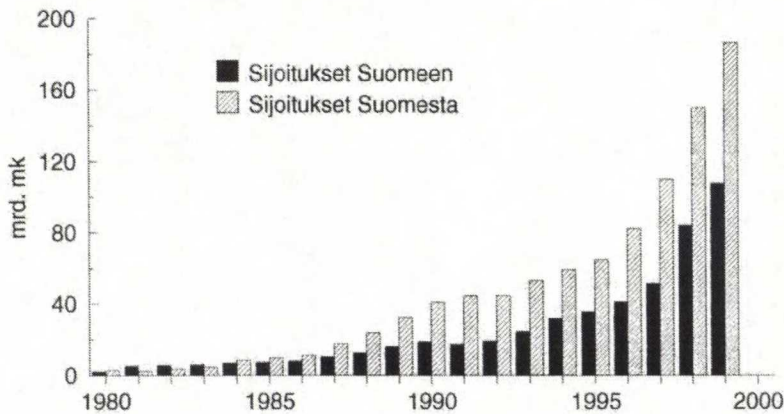
REACH-asetus asettaa vaatimuksia erityisesti kemikaalien valmistajille ja Euroopan unionin alueelle kemikaaleja tuoville yrityksille. Tässä yhteydessä esiin nostettavia asetuksen pääkohtia ovat kemikaalien rekisteröintivaatimukset ja kemikaalien turvallisuuden arviointi. Asetuksen 6 artiklan 1 kohdasta ilmenee yleisen rekisteröintivelvollisuuden koskevan aineita, joita valmistetaan tai tuodaan maahan sellaisenaan tai yhdessä tai useammassa valmisteessa vähintään yksi tonni vuodessa. Rekisteröintivelvollisuus koskee aineiden valmistajaa ja maahantuojaa ja rekisteröinti toimitetaan kemikaalivirastolle. (REACH-asetus) Viraston sijaintipaikka on Helsingissä. Asetuksen 5 artiklassa kielletään Euroopan unionin alueella tapahtuva aineiden valmistaminen ja markkinoille saattaminen, mikäli rekisteröinti sitä edellytettäessä laiminlyödään. Asetuksen 14 artiklan kohdasta 1 puolestaan selviää, että rekisteröintiä varten turvallisuusarviointia ei tarvitse suorittaa sellaisista rekisteröitävistä aineista, joiden määrä alittaa 10 tonnia vuodessa rekisteröijää kohti. (REACH-asetus)

REACH-asetuksen myötä kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvan due diligence-tutkimuksen voidaan olettaa tarkoittavan läpinäkyvyyden lisääntymisen johdosta. Koska kemikaalien ominaisuuksien arviointi on due diligence-tarkastuksessa aikaisempaa helpompaa, yrityskaupalla aikaansaattavan hyödyn selvittäminen ostavan yrityksen näkökulmasta helpottuu. Luonnollisesti due diligencen tarkastuskohteisiin lukeutuu esimerkiksi se, onko kemianteollisuuden valmistajayritys täyttänyt REACH-asetuksen sille asettamat velvoitteet.

4.3 Kohdeyrityksen kansallisuus

Tutkielman alussa kävi ilmi eurooppalaisten yritysten välillä tehtyjen yrityskauppojen määrän räjähdysmäisesti kasvaneen viimeisen kuluneen noin 10 vuoden aikana. Tämän kehityksen ohessa myös suomalaiset yritykset ovat kansainvälistyneet. Etlan tietokannasta ja Suomen Pankin tilastoista saaduista tiedoista muodostetusta pylväskaaviosta ilmenee, että ulkomailta Suomeen tehdyt ja Suomesta ulkomaille suuntautuneet suorat sijoitukset ovat merkittävästi lisääntyneet 1990-luvun alun jälkeen (Kuvio 1). Maailmanlaajuisesti tarkasteltuna ulkomaisten sijoitusten painopiste siirtyi 1990-luvulla yrityskauppoihin ja fuusioihin. UNCTAD:in ja OECD:n tilastoista laskettujen lukujen mukaan viimeksi kuluneen vuosikymmenen aikana kansainväliset yrityskaupat ja fuusiot muodostivat keskimäärin yli

50 prosenttia koko maailman ulkomaisista investoinneista ja 1990-luvun lopussa kyseisten yritysjärjestelyjen osuus nousi peräti 80 prosenttiin (Ali-Yrkkö ym. 2004, 27). Kansainvälinen kehitys heijastui myös Suomeen suomalaisten yritysten aktivoiduttua sekä yritysostajina että yrityskaupan kohdeyrityksinä 1990-luvun alun jälkeen.



Kuvio 1. Suorat sijoitukset Suomeen ja Suomesta: pääomakannat vuosina 1980- 1999 (Lähteet: Etlan tietokanta ja Suomen Pankki)

Ulkomaisten yritysten kiinnostukseen suomalaisia yrityksiä kohtaan myötävaikuttivat monet syyt. Niihin kuuluivat ulkomaisten yritysten investointirajoitusten vapauttaminen, useiden aiemmin suljettujen toimialojen vapautuminen kilpailulle sekä Suomen EU- ja EMU-jäsenyys.

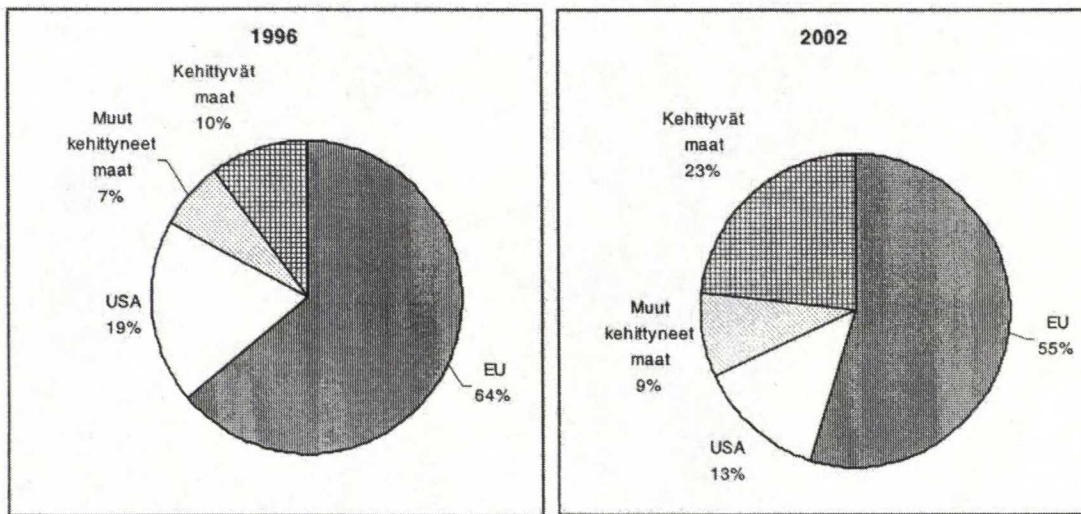
Tarkasteltaessa tilastokeskuksen ja Suomen Pankin tilastoista tehtyjen laskelmien perusteella muodostettua ulkomaalaisomisteisten yritysten maajakaumaa vuonna 2002 (Taulukko 1) käy ilmi, että Ruotsi oli ylivoimaisesti suurin ulkomainen investoija Suomessa, kun mittarina käytettiin Suomessa toimivien ulkomaalaisomisteisten yritysten määrää, niiden työllistämää henkilöstön määrää tai investointikantaa eli kumulatiivisia investointeja. Suomessa toimivista ulkomaalaisomisteisista yrityksistä kolmasosa oli ruotsalaisia ja lähes 15 prosenttia yhdysvaltalaisia. Niiden jälkeen yritysten lukumäärällä mitattuna tulivat Tanska, Saksa, Iso-Britannia ja Hollanti. Käytettäessä mittarina henkilöstömäärää Ruotsi ja Yhdysvallat säilyivät kärjessä. Investointikannoilla mitattuna maitten välinen järjestys oli huomattavasti erilainen. Ruotsi oli ylivoimaisesti kärjessä lähes 18 miljardin euron yhteispanostuksella, mutta sitä seurasivat Hollanti 4,3 miljardillaan ja Iso-Britannia 3,4 miljardilla eurolla.

	Yritysten lukumäärä	%	Henkilöstö	%	Investointi- kanta	%
Ruotsi	642	31 %	60 819	33 %	17730	55 %
USA	299	15 %	20 653	11 %	633	2 %
Tanska	188	9 %	16 047	9 %	1636	5 %
Saksa	169	8 %	10 594	6 %	919	3 %
Iso-Britannia	161	8 %	13 875	7 %	3440	11 %
Hollanti	144	7 %	14 388	8 %	4267	13 %
Norja	96	5 %	11 377	6 %	618	2 %
Sveitsi	81	4 %	14 798	8 %	705	2 %
Ranska	77	4 %	7 143	4 %	260	1 %
Japani	34	2 %	3 703	2 %	474	1 %
Luxemburg	31	2 %	1 645	1 %	846	3 %
Venäjä	17	1 %	911	0 %	307	1 %
Muut	114	6 %	9210	5 %	593	2 %
	2053	100 %	185163	100 %	32428	100 %

Taulukko 1. Ulkomaalaisomisteisten yritysten maajakauma vuonna 2002

Lähde: Ali-Yrkkö ym. (2004, 40) laskelmat (Aineistolähteinä Tilastokeskus ja Suomen Pankki)

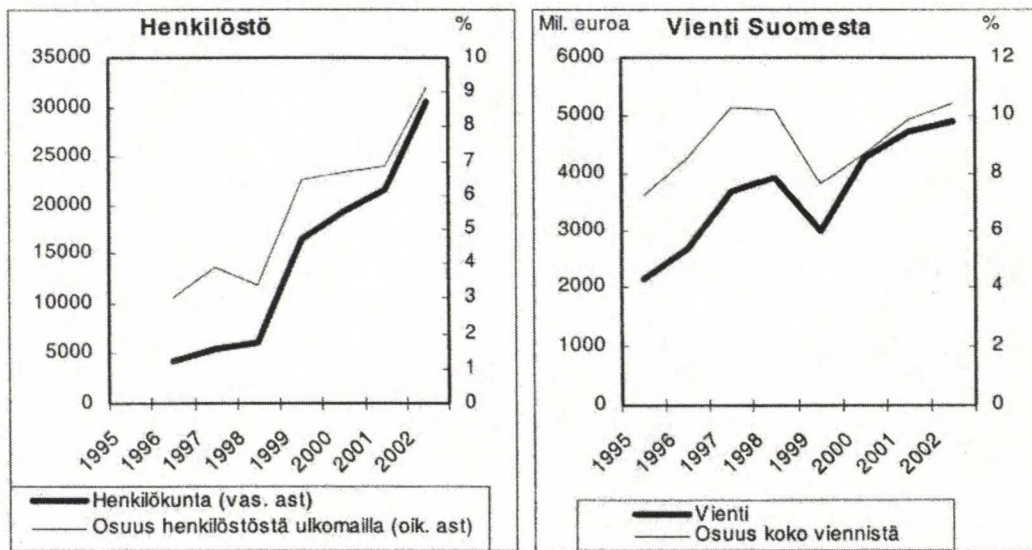
Tämän tutkielman kannalta on mielekästä muodostaa yleiskäsitys erityisesti siitä, mihin maihin tai mille alueille suomalaiset yritykset ovat tehneet suoria sijoituksia. Ulkomaille suuntautuneiden investointien lopullinen kohdema tai -alue ei yksiselitteisesti ilmene eri maiden keskuspankkien ylläpitämistä suorien sijoitusten tilastoista (Ali-Yrkkö ym. 2004, 33). Suomalaisten yritysten tekemien suorien sijoitusten kohdemaita voidaan arvioida esimerkiksi tarkastelemalla suomalaisyritysten ulkomaisen henkilökunnan sijaintia alueittain. Suomen Pankin tilastoista tehtyjen laskelmien perusteella muodostettu ympyräkaavio (Kuvio 2) osoittaa, että vuonna 1996 suomalaisyritysten ulkomaisesta henkilökunnasta yli neljä viidesosaa työskenteli EU-alueella tai Yhdysvalloissa kehittyvien maiden osuuden ollessa ainoastaan kymmenisen prosenttia. Vuoteen 2002 mennessä kehittyvien maiden osuus oli noussut melkein 25 prosenttiin. Tästä huolimatta kolme neljäsosaa suomalaisyritysten ulkomaisesta henkilöstöstä työskenteli edelleen kehittyneissä maissa. Verrattaessa vuosia 1996 ja 2002 keskenään havaitaan lisäksi, että Yhdysvaltojen osuus ulkomaisesta henkilöstöstä oli laskenut 19 prosentista 13 prosenttiin.



Kuvio 2. Suomalaisyritysten ulkomaisen henkilökunnan sijainti alueittain, 1996 ja 2002

Lähde: Ali-Yrkkö ym. (2004, 33) laskelmat (Aineistolähteenä Suomen Pankki)

Yllä esitetyn lisäksi on syytä nostaa vielä esille niin kutsuttujen BRIC-maiden eli Brasilian, Venäjän, Intian ja Kiinan merkitys suomalaisille yrityksille sijaintipaikkana. Suomen Pankin tilastoista saaduista tiedoista tehdyistä laskelmista muodostettu viivadiagrammi (Kuvio 3) osoittaa, että suomalaisyritysten henkilöstömäärä oli kyseisissä maissa lisääntynyt yhteensä 25000:lla verrattaessa vuosia 1996 ja 2003 keskenään. Erityisesti henkilöstö oli lisääntynyt Kiinassa ja Venäjällä (Ali-Yrkkö ym. 2004, 34). Myös vienti Suomesta BRIC-maihin oli kasvanut, kuten kuviosta kolme voidaan havaita. Kun vuonna 1995 suomalaisten yritysten tuoteviennin arvo BRIC-maihin oli runsas kaksi miljardia euroa, oli se vuoteen 2003 mennessä kasvanut 5,1 miljardiin euroon. Venäjä oli kyseisistä maista ylivoimaisesti tärkein viennin kohdema (mt. 34).



**Kuvio 3. Suomalaisyritysten henkilöstö BRIC- maissa ja vienti Suomesta
BRIC- maihin**

Lähde: Ali-Yrkkö ym. (2004, 34) laskelmat (Aineistolähteet: Suomen Pankki ja Tullihallitus)

Edellä on tarkasteltu suomalaisten yritysten kansainvälistymistä ulkomailta Suomeen tehtyjen ja Suomesta ulkomaille suuntautuneiden suorien investointien valossa. Tehtäessä johtopäätöksiä siitä, minkä maalaiset ja millä alueilla toimivat yritykset tekevät sijoituksia suomalaisiin yrityksiin ja minkä maa-
laisista ja millä alueilla toimivista yrityksistä suomalaiset yritykset ovat puolestaan kiinnostuneet, on otettava huomioon, että tilastoaineisto on peräisin 2000-luvun alkuvuosilta. Edellä esitetty antaisi esimerkiksi viitteitä siitä, että Kiina kasvattaa merkitystään suomalaisten yritysten sijoituskohteena tulevaisuudessa, ellei ole sitä jo tehnyt. Kiinan houkuttelevuus sijoituskohteena selittyy markkinoiden koolla, niiden kasvulla sekä matalilla tuotantokustannuksilla. Myös Baltian maiden tarjoamien kustannus-
etujen ja maantieteellisen sijainnin voisi nähdä houkuttelevan suomalaisia yrityksiä aikaisempaa suuremmassa laajuudessa.

Vaikka yllä esitetty tilastoaineisto ei kaikilta osiltaan tänä päivänä todennäköisesti pidä paikkaansa, antaa se yleiskäsityksen niistä maista ja alueista, joilla toimivien yritysten kanssa suomalaiset yritykset tekevät yrityskauppoja. Tämä johtuu siitä, että ulkomaiset yrityskaupat kuuluvat ulkomaisten suorien investointien tavanomaisimpiin muotoihin. Seuraavassa keskitytään tutkimaan due diligence-
tarkastuksessa painottuvia asioita suomalaisen yrityksen harkitessa ulkomaisen yrityksen ostamista. Koska due diligence-tutkimuksen sisältöön vaikuttavat keskeisesti ostajan yrityskaupalle asettamat

tavoitteet ja myös kohdeyrityksen toimialalla on vaikutusta sekä näiden lisäksi vielä eri kulttuurien väliset erot on huomioitava, on mahdotonta saada aikaiseksi yleispätevää esitystä asioista, joihin suomalainen ostaja kiinnittää huomiota. Tarkoituksena on tuoda ensisijaisesti esille asioita, joilla riippumatta ostajan tavoitteista ja kohdeyrityksen toimialasta voidaan ajatella olevan korostuvaa merkitystä harkittaessa ulkomailla toimivan yrityksen ostamista. Ensin kuvataan kuitenkin lyhyesti juristeilla olevaa roolia valtion rajat ylittävien yrityskauppojen yhteydessä.

Maa- ja kulttuurierot vaikuttavat asianajajien suhtautumiseen yrityskauppojen yhteydessä suoritettavia due diligence-tutkimuksia kohtaan. Angloamerikkalaisissa maissa eli Yhdysvalloissa ja Englannissa asianajajien rooli on merkittävä. Kyseisissä maissa vallitsee common law-järjestelmä. Tässä järjestelmässä ostaja säännönmukaisesti ymmärtää asemansa epävarmaksi myyjällä olevan suppean virhevastuun johdosta ja tekee kattavan tarkastuksen ennen sitoutumistaan yrityskauppaan (Blomquist ym. 2001, 23). Asianajajat toimivat due diligence-tarkastusten yhteydessä koordinoivassa roolissa ja due diligence-tutkimukset saavat paljon painoarvoa riskien ja vastuiden allokoinnissa.

Suomessa asianajajat eivät ole yhtä merkittävässä asemassa kuin angloamerikkalaisissa maissa. Muut asiantuntijat kuten liikkeenjohdon konsultit tai suurten tilintarkastustoimistojen tilintarkastajat voivat olla vastaavassa avainasemassa. Kuten aikaisemmin tässä tutkielmassa on jo käynyt ilmi, ostajalla ei Suomessa ole oma-aloitteista tutkimusvelvollisuutta ennen kaupan tekoa vaan KL:n kaupan kohteen virheellisyyttä koskevista säännöksistä seuraa, että ostajan selonottovelvollisuus on pääsääntöisesti toissijainen myyjän tiedonantovelvollisuuteen nähden.

Suomalaisen yrityksen tehdessä yrityskauppoja ulkomailla asianajajien merkitys sen sijaan korostuu. Vaikka due diligence-ryhmään kuuluu aina asianajaja, ulkomaisen kohteen ollessa kyseessä on järkevää ottaa mukaan myös paikallinen juristi, joka tuntee vallitsevat olosuhteet ja oikeudelliset ongelma-alueet. Jotta paikallisesta asianajajasta on hyötyä, on luonnollisesti varmistettava, että hän on selvillä ostajan yrityskaupalle asettamista edellytyksistä. Paikallisen asianajajan ohella due diligence-tarkastuksen suorittamisessa käytetään apuna luonnollisesti myös muita paikallisia asiantuntijoita kaupan kohteen sijaitessa ulkomailla. Kokonaisuuden ratkaistessa yrityskaupan kohtalon paikallisille asiantuntijoille voidaan katsoa olevan tarvetta riippumatta due diligence-tarkastuksen osa-alueesta.

4.3.1 Due diligence-tutkimus ulkomaisesta kohdeyrityksestä

Suomalaisen ostajan harkitessa ulkomailla toimivan kohdeyrityksen ostamista ollaan vuorovaikutuksessa vieraan kulttuurin edustajien kanssa. Kulttuurierot voivat muodostaa vakavia esteitä suomalaisen ostajan ja ostajaa avustavien ulkopuolisten due diligence-tutkimusta suorittavien asiantuntijoiden tehokkaalle kommunikaatiolle ulkomaisen myyjän ja sitä avustavien tahojen kanssa. Lupaavasti alkanut yrityskauppaprosessi saattaa päätyä väärinkäsitysten kautta umpikujaan, jonka seurauksena neuvottelut kaupan toteuttamiseksi joudutaan lopettamaan. Due diligence-tarkastuksessa onkin erityisesti panostettava eri kulttuurien välisten erojen ymmärtämiseen pyrittäessä tehokkaaseen, ongelmattomaan tarkastuksen suorittamiseen.

Yritysjohdon taustojen tutkiminen yrityskauppojen yhteydessä ei ole Suomessa yleistä. Kyseinen menettely on kuitenkin suositeltavaa ainakin silloin, kun harkitaan ulkomaisen yrityksen ostamista. Taustojen tutkiminen on ulotettava ainakin siihen, onko yritysjohto ollut osallisena rikosoikeudenkäynneissä tai muissa vastaavissa prosesseissa. (Blomquist ym. 2001, 58) Saamalla selville, onko ulkomainen yritysjohto maineeltaan moitteeton, saadaan samalla viitteitä tilinpäätöksen luotettavuuden asteesta. Tämä on tärkeää suunniteltaessa taloudellisen due diligencen yksityiskohtaisuutta.

Kohdeyrityksellä olevat suhteet ulkopuolisiin asiantuntijoihin on tutkittava hankkimalla tiedot ainakin tilintarkastajista, juristeista ja rahoittajista. Näitä tietoja on käytävä läpi ainakin muutaman vuoden ajalta ja pyrittävä selvittämään syyt mahdollisesti tapahtuneisiin vaihdoksiin. (Blomquist ym. 2001, 58–59) Tämä tutkimus saattaa tuoda kohdeyrityksestä esille ostajan päätöksenteon kannalta tärkeitä piileviä ongelmia, joita myyjän toimittamaa materiaalia läpikäymällä sekä kohdeyrityksen henkilöstöä haastatteleamalla ei saataisi selville.

Eläkejärjestelyissä on huomattavaa maakohtaista vaihtelua. Due diligence-tarkastuksessa on aiheellista käydä läpi eläkkeisiin liittyvien vastuiden arvioimisessa käytetyt perusteet. Myös lakisääteiset muut vakuutusmaksut sekä sosiaalikulutyypiset maksut vaihtelevat eri maiden välillä ja kuvaus niistä sisällytetään due diligence-raporttiin. Edellä mainitun lisäksi yrityksen mahdolliset lisäeläkkeet tai muut erikoisjärjestelyt on selvitettävä ja järjestelyistä aiheutuva vastuu laskettava. (Blomquist ym. 2001, 76)

Yhdysvalloissa eläketulojärjestelmä koostuu sosiaaliturvasta, julkisista ja yksityisistä eläkkeistä sekä kotitalouksien vapaaehtoisesta säästämisestä (Groom & Shoven 2005, 125). ERISA:n voimaantulon

jälkeen vuonna 1974 yhdysvaltalaisessa yksityisessä eläketulojärjestelmässä on tapahtunut muutoksia. Defined benefit-suunnitelmista on pitkälti siirrytty defined contribution-suunnitelmiin. Jälkimmäisistä 401 (k) suunnitelmat ovat viimeisen 20 vuoden kuluessa tulleet hallitseviksi. (Gale et al. 2005, 51)

Tyypillisessä yksityisen sektorin defined benefit-suunnitelmassa työnantaja tekee työntekijöiden itsensä asemasta verottamattomia maksuja kaikkien suunnitelmassa osallisina olevien henkilöiden yhteiseen eläkerahastoon. Työnantaja omistaa rahastossa olevat varat, valitsee niille sijoituskohteet ja kantaa investoinneista aiheutuvat riskit valtion virastona toimivan PBGC:n taatessa kuitenkin suuren osan työntekijöiden eläke-eduista. Maksut suoritetaan usein vuotuismaksuina ja ne määräytyvät kaavalla, joka riippuu työnantajan palveluksessa vietettyjen vuosien lukumäärästä ja tavasta, jolla keskimääräinen palkka lasketaan. (Gale et al. 2005, 52)

Defined contribution-suunnitelmista on olemassa monta eri muotoa. Tunnusomaista niille on työntekijöiden osallistuminen eläkkeidensä kartuttamiseen. Työnantajan osallistumista koskevat määräykset sen sijaan vaihtelevat riippuen defined contribution-suunnitelman tyypistä. Defined contribution-suunnitelman yleisimmässä muodossa 401 (k) suunnitelmassa työntekijän suorittamat maksut ovat verotuksessa vähennyskelpoisia ja työnantaja voi puolestaan vaihdella maksujensa määrää vuosittain, mutta työnantajan tekemien maksujen on kuitenkin kokonaisuutena tarkastellen oltava huomattavia ja toistuvia. Defined contribution-suunnitelmassa maksut tehdään työntekijän yksilölliselle tilille ja työntekijä on vastuussa sijoitustoiminnan aikaansaamasta vaihtelusta tilin markkina-arvossa. (Gale et al. 2005, 52–53)

Yllä oleva esimerkki yhdysvaltalaisesta eläketulojärjestelmästä työntekijöiden työperäisten yksityisten eläkkeiden näkökulmasta tarkasteltuna ilmentää työnantajalle kyseisessä maassa järjestelmästä aiheutuvan huomattavat eläkevastuut. Esimerkin valossa on hyvin ymmärrettävää kuinka tärkeää ostavan yrityksen on due diligencessä perehtyä kohdeyrityksen sijaintimaan eläketulojärjestelmään ja yrityksellä olevien eläkevastuiden raportoimisen laajuuteen ja yksityiskohtaisuuteen kohdeyrityksen arvonnäkökulman kannalta.

Myös kosmeettisella tuloksenohjauksella saattaa olla merkitystä ulkomaisesta kaupan kohteesta suoritettavaan due diligence-tutkimukseen. Kinnunen ja Koskela (2003, 39–63) tutkivat kosmeettista tuloksenohjausta tutkimusajanjaksolta 1995–1999 lähes 87000 tilikauden tuloshavaintoa melkein 22000

yritystä ja 18 eri maata käsittävällä otoksella. Kosmeettisen tuloksenohjauksen tutkijat määrittivät pienenä ylöspäin suuntautuneena pyöristykseen julkaistussa tilikauden tuloksessa, joka saa aikaan odotettua enemmän nollia ja odotettua vähemmän yhdeksikköjä kyseisen tulosluvun toisena vasemmalla olevassa numerossa. Tutkimuksensa perusteella tutkijat raportoivat kosmeettisen tuloksenohjauksen olevan globaali ilmiö, sillä merkittävää mainitunlaista tuloksenohjausta havaittiin suunnilleen puolessa tutkimuksen kohteena olleista maista. Merkittävintä tuloksenohjaus oli Espanjassa Hongkongin ja Singaporen sijoittuessa seuraaville sijoille. Niiden maiden joukkoon, joissa kosmeettisen tuloksenohjauksen ei havaittu olevan merkittävää, sijoittuivat puolestaan Ruotsi, Norja, Tanska ja Iso-Britannia.

Sen lisäksi, että Kinnusen ja Koskelan tutkimuksesta (2003, 45–63) ilmeni kosmeettisen tuloksenohjauksen olevan maailmanlaajuisesti levinnyttä, tutkimustulokset osoittivat ennakko-odotusten mukaisesti mainitun tyyppisen tuloksenohjauksen voimakkuuden olevan yhteydessä tiettyihin institutionaalsiin tekijöihin. Kosmeettisen tuloksenohjauksen havaittiin vähenevän tilintarkastukseen kohdistuvan rahankäytön kasvaessa ja lisääntyvän yritysjohton bonusjärjestelmien merkityksen kasvaessa. Tutkimustuloksista kävi ilmi kyseisen tuloksenohjauksen voimakkuuden olevan yhteydessä myös kansallisen kulttuurin yhtenä ulottuvuutena olevaan poliittiseen valtaetäisyyteen. Suuren poliittisen valtaetäisyyden ollessa kansalliselle kulttuurille leimallista eli ihmisten hyväksyessä organisaatioissa ja instituutioissa vallitsevan hierarkkisen järjestyksen kosmeettinen tuloksenohjaus on tutkimustulosten mukaan voimakasta. Edellä mainittujen tutkimustulosten lisäksi tutkijat saivat jossain määrin tukea sille, että kosmeettinen tuloksenohjaus lisääntyy maassa käytössä olevien yleisesti hyväksytyjen laskentaperiaatteiden/laskentakäytäntöjen tarjoaman liikkumavaran kasvaessa. Kosmeettisella tuloksenohjauksella ei odotusten vastaisesti kuitenkaan havaittu olevan merkittävää yhteyttä muun muassa tilikauden tuloksen arvorelevanssiin. Yhtenä mahdollisena syynä yllättävään tutkimustulokseen tutkijat mainitsivat pienen otoskoon, joka käsitti 18 maata.

Yritystajajan due diligence-tutkimuksen kannalta tutkimustulokset ovat mielenkiintoisia. Vaikka kosmeettinen tuloksenohjaus ei heikentäisi tilinpäätösinformaation laadukkuutta ja siten tilikauden tuloksen arvorelevanssia, on taloudellisessa due diligencessä syytä tarkasti perehtyä ulkomaisen ostokohteen julkaisemaan tilinpäätösinformaatioon, mikäli havaitaan voimakasta kosmeettista tuloksenohjausta. Tämä johtuu siitä, että tilinpäätöksestä saattaa löytyä ostajan päätöksenteon kannalta merkityksellisiä virheitä tai puutteita, koska kosmeettinen tuloksenohjaus on tutkimuksen mukaan voimakasta olosuhteissa, joissa tilintarkastuksen tasossa on parannettavaa mitattuna tilintarkastukseen käytettävällä

rahamäärällä. Myös tutkimustulos, jonka mukaan kosmeettisen tuloksenohjaukseen voimakkuus on yhteydessä hierarkkisen järjestyksen ylläpitämiseen, on due diligence-tutkimuksen kannalta merkityksellinen. Mikäli ostokohteessa on hyvin voimakas hierarkkinen rakenne ja siihen perustava toimintatapa voi tästä seurata ongelmia integraation onnistumiselle.

4.3.2 Integraation haasteellisuus kotimaan rajat ylittävissä yrityskaupoissa

Ostajan yrityskaupalle asettamat tavoitteet määrittävät pitkälti integraation tarpeen. Sen asteita on monia. Ostavan yrityksen ja ostokohteen täydellinen integroiminen edellyttää monentasoista integraatiota. Integraatio voidaan luokitella esimerkiksi toimintasarjojen integraatioon, fyysisten omaisuuksien kuten tuotelinjojen ja teknologioiden integraatioon sekä kulttuurien integraatioon. Viimeksi mainitussa integraation tyypissä on kyse kulttuurien ja yritysjohtollisten näkemysten integroimisesta. (Shrivastava 1986, 65–66) Johdonmukaisesti monien aikaisempien tutkimusten kanssa integraation yritysjohtollista ulottuvuutta voidaan pitää kriittisenä yritysoston jälkeisen integraation menestyksen kannalta (Nummela 2004, 100).

Valtion rajat ylittävissä yrityskaupoissa kohdeyrityksen johdon sitouttaminen uuteen yhdistyvään yritykseen on ostavan yrityksen johdolle mahdollisesti vielä haasteellisempi tehtävä kuin kotimaisissa yrityskaupoissa. Erilaisista kansallisista kulttuureista tulevilla johtajilla on erilainen käsitys muun muassa johtamisesta, määräysvallasta ja organisaatiosuhteista. Nämä käsitykset muovautuvat erilaisiksi arvojärjestelmiksi ja näkyvät johtamiskäytäntöjen erilaisuutena. (Laurent 1989, 91) Yrityskaupan seurauksena on todennäköistä, että ostokohteen yritysjohto menettää osan aikaisemmasta määräysvallastaan uusien valtarakenteiden johdosta. Autonomian menettäminen yhdistettynä uusiin kulttuurillisiin olosuhteisiin voi saada ostokohteen yritysjohtajat haluttomiksi sopeutumaan uuteen yritykseen, minkä seurauksena he voivat irtisanoutua yrityksestä. Mikäli johtajat toisaalta omaavat globaalin ajattelutavan, auttaa se heitä sopeutumisessa uusiin kulttuurillisiin olosuhteisiin, koska he ymmärtävät erilaisten kulttuurien mukanaan tuomien erilaisten tarkastelunäkökulmien arvon (Shimizu et al. 2004, 334). Ulkomaisissa yrityskaupoissa on integraation suunnittelun osalta due diligence-tutkimuksessa perehdyttävä siihen, suhtautuuko ostokohteella oleva yritysjohto avoimesti erilaisiin kulttuurillisiin arvoihin ja näkökantoihin, mikäli kyseisen yritysjohtoon halutaan jatkavan uuden yrityksen palveluksessa.

Huolellisellakaan due diligence-tarkastuksella ei pystytä täysin varmistumaan ostokohteen yritysjohtoon sitoutumisen asteesta. Siihen, kuten myös muun henkilöstön sitoutumiseen vaikuttaa esimerkiksi

myös haltuunoton nopeus, josta on ollut edellä tässä tutkielmassa puhetta. Due diligencessä on käytävä yritysjohdolla olevat johtaja- tai työsopimukset läpi sen varmistamiseksi, sisältyykö niihin irtisanomisen tai irtisanoutumisen osalta potentiaalisen ostajan kannalta epäedullisia elementtejä, jotka haittaisivat merkittävästi yrityskaupalle asetettujen tavoitteiden saavuttamista.

4.3.3 Ulkomaisella valtiovallalla oleva vaikutus

Ulkomainen valtiovalta voi lainsäädännön keinoin vaikuttaa yrityskauppaa koskevaan suomalaisen ostajan päätöksentekoon. Tähän vaikutukseen on luonnollisesti due diligence-tarkastuksessa kiinnitettävä huomiota. Valtion rajat ylittävissä yrityskaupoissa on erityisesti muun muassa huomioitava ulkomaisen valtiovallan mahdollinen kauppasääntely koskien esimerkiksi osinkoja ja rojalteja, yrityksen omaisuuseriin kohdistuva pakkolunastuksen vaara ulkomaisen valtiovallan taholta sekä velka/oma pääoma tunnuslukujen arvoille asetetut vaatimukset ulkomaisen valtiovallan toimesta (Kissin & Herrera 1990, 54). Voittojen kotiuttamista toisessa maassa sijaitsevaan yhtiöön säätelevässä eri maiden lainsäädännössä voidaan siirrettävien voittojen määrälle asetettujen rajoitusten lisäksi edellyttää tiettyjen edellytysten täyttymistä ennen kuin yrityksen ansaitsemia voittoja voidaan siirtää toiseen maahan. Asiasta voi muodostua suomalaisen ostajan yrityskauppaa koskevassa päätöksenteossa merkityksellinen riippuen kaupan kohteen sijaintivaltion lainsäädännöstä. Ulkomaisella valtiovallalla oleva merkitys ei ilmene pelkästään lainsäädännön keinoin. Myös kohdeyrityksen sijaintivaltion poliittiset olosuhteet ja todennäköisyys siinä tapahtuville muutoksille on otettava huomioon valtion rajat ylittävissä yrityskaupoissa (mt. 54).

Tiivistetysti voidaan sanoa, että suomalaisen ostajan harkitessa ulkomaisen kohdeyrityksen ostamista due diligence-prosessissa on pitkälti samat tarkastuskohteet kuin kahden kotimaisen yrityksen välisessä yrityskaupassa. Ulkomaiseen kohdeyritykseen kohdistuva due diligence-tarkastus on kuitenkin luonnollisesti tarkempi verrattuna kotimaisessa yrityskaupassa suoritettavaan vastaavaan tarkastukseen. Valtion rajat ylittävissä yrityskaupoissa due diligence-tutkimuksia hankaloittaa kaupan osapuolien olevien yritysten sijaintivaltioiden erilaiset institutionaaliset ympäristöt, erilaiset kansalliset kulttuurit sekä mahdollisesti hyvinkin erilaiset poliittiset olosuhteet. Näistä tekijöistä johtuen paikallisten asiantuntijoiden rooli due diligence-ryhmän osana korostuu ja riippuen kulloisestakin kohdemaasta tiettyjen asioiden huolellinen läpikäynti due diligence-tutkimuksessa korostuu.

4.4 Tutkittavien tekijöiden erityispiirteiden vaikutus due diligenceen

Tässä luvussa on käsitelty ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuuden sekä siihen liittyen ulkomaisen valtiovallan vaikutusta due diligence-tutkimuksen laajuuteen ja sisältöön. Tarkastelun perusteella voidaan todeta, että kuhunkin näistä tekijöistä liittyy omia erityispiirteitä, jotka vaikuttavat due diligence-tarkastuksen laajuuteen ja sisältöön yrityskauppatilanteissa. Liitteessä 2 on havainnollistettu taulukon 2 avulla selvitettyjen erityispiirteiden vaikutusta due diligencen osa-alueiden sisältöön. Näistä osa-alueista on tuotu esiin liiketoiminnallinen, juridinen ja taloudellinen due diligence-tutkimus. Taulukko ei luonnollisesti ole tyhjentävä. Sen tarkoitus on koota yhteen niitä asioita, joita kunkin tekijän teoriakäsittelyn yhteydessä on saatu selville. Tällä tavalla taulukko toivottavasti helpottaa lukijaa saamaan käsityksen ostajatyypin, toimialan ja kohdeyrityksen kansallisuuden vaikutuksesta due diligenceen. Koska due diligence-tarkastuksen sisältö vaihtelee tapauskohtaisesti, on kuitenkin erityisesti syytä korostaa sitä, että kyseiseen tarkastukseen voi liittyä esitettyjen osa-alueiden lisäksi myös muita erikoisosaamista vaativia tarkastusalueita.

5. EMPIIRISEN TUTKIMUKSEN SUORITTAMINEN

5.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimus toteutettiin kasvokkain tapahtuvana haastattelututkimuksena eli tutkimusmenetelmä oli kvalitatiivinen. Haastatelluille henkilöille esitetyt kysymykset olivat luonteeltaan avoimia, joten vastaajat saattoivat vapaasti esittää näkemyksiään kysytyistä asioista ilman, että vastausmahdollisuuksia olisi etukäteen tarkasti rajoitettu. Ghaurin & Grønhaugin mukaan (2005, 133) kyseisen tyyppinen syvälinen haastattelumenetelmä soveltuu erityisen hyvin muun muassa eksploratiiviseen tutkimukseen.

Myös tämän tutkimuksen osalta kyseisen menetelmän valinta oli perusteltu. Due diligence-tarkastus on erityistä asiantuntemusta vaativa siihen erikoistuneiden asiantuntijoiden tarjoama neuvontapalvelu. Siinä huomioitavilla asioilla on moninaisia vaikutuksia ja riippuvuussuhteita, joiden selvittäminen onnistuu helpoiten ja luotettavimmin esittämällä avoimia kysymyksiä henkilökohtaisissa haastatteluissa. Postikyselyyn verrattuna kasvokkain toteutettavassa haastattelussa on esimerkiksi se etu, että haastattelija voi esittää tarkentavia kysymyksiä vastaajalle. Samoin kysymysten selventäminen on mahdollista, mikäli vastaaja ymmärtää kysymyksen eri tavalla, kuin haastattelija on sen tarkoittanut. Näin ollen haastattelija pystyy vaikuttamaan siihen, että vastaukset liittyvät kiinteästi esitettyihin kysymyksiin.

Ghuri & Grønhaug (2005, 127–129) esittävät kyselylomakkeen laatimisessa huomioitavia asioita, jotka myös puoltavat kasvokkain tapahtuvien haastattelujen suorittamista kyseessä olevassa tutkimuksessa. Heidän mukaansa lomakkeeseen sisältyvien kysymysten laatimisessa pitäisi ottaa huomioon esimerkiksi vastausten antamisen vaatima aika, vastaajien halukkuus vastata kysymyksiin, edellyttävä kysymykseen vastaaminen herkkäluonteisen tiedon paljastamista sekä ovatko vastaajat sellaisessa asemassa, että he pystyvät vastaamaan johonkin erityiseen kysymykseen. Lisäksi Ghaurin & Grønhaugin mukaan kysymysten tulisi olla luonteeltaan sellaisia, että ne asettavat melko varovaisia vaatimuksia vastausten antamiseen tarvittavaan koulutus- ja tietämystasoon. Näiden argumenttien johdosta on selvää, että postitse tapahtuvan kyselyn tekeminen ei tämän tutkielman tarkoitus ja tavoite huomioon ottaen sovellu tutkimusmenetelmäksi kyseessä olevaan tutkielmaan.

Kasvokkain tapahtuvassa haastattelussa haastattelija ja vastaaja ovat yleensä etukäteen sopineet haastattelun kestosta. Kysymysten määrä ja syvällisyys pystytään näin ollen melko tarkasti mitoittamaan haastattelun aiottuun keston sopivaksi. Haastattelukontaktien luomisessa haastattelija pystyy varmistumaan siitä, että vastaajilla on riittävä tietämystaso kysymyksiin vastaamiseksi. Henkilökohtaisessa haastattelussa haastattelijan on lisäksi itsestään antamalla luotettavalla ja asiantuntevalla vaikutelmalla mahdollista saada haastattelujen tuloksena selville syvällistä ja osittain herkkäluonteista informaatiota.

5.2 Tutkimusaineisto

Tutkimusaineisto muodostui KPMG:llä due diligence-tutkimuksia suorittavien kolmen kokeneen asiantuntijan haastatteluista. Kaikilla haastatelluilla henkilöillä on monivuotinen työkokemus due diligence-tarkastuksesta ja johtava vastuuasema organisaatiossa. Teppo Jalosella (Head of Sales, Financial Advisory Services) on työkokemusta näissä tehtävissä yhteensä noin 7 vuotta, josta KPMG:llä 4,5 vuotta due diligence-tehtävissä ja 2,5-3 vuotta teollisuudessa tekemässä yrityskauppoja ja ostamassa due diligence-palveluita KPMG:ltä. Hänellä on toisin sanoen omakohtaista kokemusta myös asiakkaan näkökulmasta due diligence-tutkimuksen suorittamiseen. Kenneth Blomquist (Partner, Head of Transaction Services) on puolestaan ollut KPMG:llä 8 vuotta ja tehnyt tuona aikana ainoastaan due diligence-työtä. Työkokemuksen määrän hän laski olevan 200–400 yrityskauppaa. Aktiivisesti Kenneth Blomquist on ollut tekemässä noin 200 yrityskauppaa ja loppuissa noin 200 yrityskaupassa hän on ollut tavalla tai toisella taustalla ohjaamassa due diligence-tutkimusta kollegoiden tehdessä suurimman osan varsinaisesta field work-työstä. Tomas Granvikille (Partner, Capital Markets) on kertynyt työkokemusta KPMG:llä runsaat 12 vuotta. Hänen työtehtävänsä Advisory-puolella liittyvät erityyppisiin yritysjar-

jestelyihin, mutta myös Capital Markets-alueeseen, joka käsittää julkiset yhtiöt, listalle menot, listajärjestelyt jne. Haastateltavien henkilöiden monivuotinen työkokemus ja johtava vastuuasema yrityksessä huomioon ottaen haastatteluissa saatuja vastausten luotettavuutta ei ole aihetta kyseenalaistaa. Vastaukset edustavat KPMG:n näkökulmaa due diligence-tarkastukseen.

6. TUTKIMUKSEN TULOKSET

Haastatelluille henkilöille tutkimuksessa esitetyt kaikki kysymykset löytyvät liitteestä 1. Kuitenkin tutkimustuloksia kuvattaessa on esitetty aihepiireittäin kunkin kysymyksen oleellinen sisältö.

Due diligence- tutkimuksen tavoitteet

Toisen kysymyksen aiheena olivat due diligence-tutkimuksen tavoitteet. Pyrkimyksenä oli saada selville, miksi due diligence-tarkastus tehdään ja minkälainen vaikutus selville saatavilla asioilla on yrityskauppaa koskeviin päätöksiin. Haastateltavat henkilöt korostivat due diligence-tarkastuksen tavoitteiden olevan osin yrityskauppaakohtaisia. Yhdessä haastattelussa vielä täsmennettiin, että due diligence-tutkimuksen suunnittelussa otetaan huomioon se, mitä asiakas on jo itse tehnyt ja mitä suunnitelmia hänellä on due diligence-toimeksiannolle. Suoritetut haastattelut antoivat vahvistuksen teoriaosassa käsitellylle asialle siitä, että due diligence-tutkimusta ei voida toistaa täysin samansisältöisenä eri yrityskauppatilanteissa. Ostajan tehtävänä on varmistaa, että ulkopuoliset asiantuntijat ymmärtävät hänen tutkimukselle asettamansa odotukset.

Due diligence-tarkastukseen kuuluu kuitenkin tiettyjen perusasioiden selvittäminen ostokohteesta riippumatta. Näiden perusasioiden osalta haastatellut henkilöt nostivat esiin osin eri asioita. Yhteistä kaikille vastauksille oli yrityskauppaan liittyvien riskien identifioimisen korostuminen. Myös mahdollisuuksien identifioimista pidettiin tärkeänä sen noustessa erityisesti esiin kahdessa haastattelussa. Haastatellusta henkilöstä riippuen vastauksissa mainittiin lisäksi arvonmääritykseen ja integrointiin liittyvien asioiden selvittäminen, varmistelu asioiden paikkansapitävyydestä, kaupan tekemisen jälkeisten yllätysten välttäminen, due diligence-havaintojen hyödyntäminen neuvottelutaktiikan hiomisessa ja itse neuvotteluissa, kauppakirjan ehtoja määritettäessä sekä kauppahintaa asetettaessa. Kaupan tekemisen jälkeisten yllätysten välttämistä painottaneessa vastauksessa korostettiin myös, että ostavan yrityksen on täyttääkseen huolellisuusvelvoitteensa tärkeää käyttää tarkastuksen suorittamisessa apuna neuvonantajia, jotka omaavat paljon kokemusta due diligence-tarkastuksen suorittamisesta. Yllä olevien

asioiden lisäksi yhdessä haastattelussa tuli vielä erityisesti esille deal breaker-tekijät due diligence-tutkimuksen tavoitteista puhuttaessa. Asiat, jotka muodostuvat kaupan kaataviksi tekijöiksi riippuvat siitä, kuinka suuria liikeriskejä ostaja on valmis kantamaan. Esimerkiksi kohdeyritystä koskevien oikeudenkäyntien osalta due diligence-tutkimuksessa selvitetään, mitä oikeudenkäynnin häviäminen rahassa merkitsee. Tämän jälkeen potentiaalinen ostaja huomioi kauppahintaneuvotteluissa riskin ja harkitsee tämän pohjalta halukkuuttaan kyseisen liikeriskin kantamiseen. Due diligence-tutkimuksen suorittajat ottavat luonnollisesti kantaa siihen, miten esimerkiksi oikeudenkäynnin aiheuttamaan liikeriskiin tulisi suhtautua.

Tarkasteltaessa due diligence-tarkastuksen tavoitteita koskevaan kysymykseen saatuja vastauksia havaitaan, että teoriaosassa esitetyn mukaisesti due diligencessä selvitetään kohdeyrityksestä riippumatta säännönmukaisesti deal breaker-asioita, kauppahintaan vaikuttavia asioita ja kauppakirjaan vaikuttavia asioita. Due diligence-tarkastuksen suorittamisen merkitys ei todellisuudessa kuitenkaan rajoitu ainoastaan näiden asioiden selvittämiseen. Haastattelujen perusteella kohdeyrityksestä riippumattomia due diligence-tutkimuksen tavoitteita on muitakin kuin yllämainittujen asioiden selvittäminen ja lisäksi asiakkaiden toimeksiannot vaihtelevat yrityskauppakohtaisesti.

Yrityskauppaprosessien jaottelu ja due diligence- tutkimus

Kysymykset kolme ja neljä käsittelivät due diligence-tarkastusta kahdessa erityyppisessä yrityskauppaprosessissa. Kysymyksessä kolme keskityttiin huutokauppaprosessin asettamiin haasteisiin ostavan yrityksen suorittaman due diligence-tutkimuksen näkökulmasta. Kysymyksessä neljä tarkasteltiin puolestaan yhden ostajan prosessia. Tällä kysymyksellä pyrittiin erityisesti selvittämään, mitä aiesopimuksessa on tyypillisesti sovittu due diligence-tarkastuksen suorittamisesta.

Haastateltujen henkilöiden mukaan huutokaupassa yhden epävarmuustekijän muodostaa se, missä määrin myyjä on valmis luovuttamaan ostajaehdokkaiden tarvitsemaa informaatiota kaupan kohteesta. Yhdessä haastattelussa mainittiin kilpailuun liittyvät tiedot kuten asiakastiedot esimerkkinä informaatiosta, jota myyjä voi olla monesti haluton eri ostajakandidaateille huutokaupassa luovuttamaan. Toisessa haastattelussa painotettiin sitä, että ostajaehdokkaiden myyjältä saamaan materiaalin määrään ja yksityiskohtaisuuteen vaikuttaa merkittävästi se, kuinka houkutteleva ostokohde on potentiaalisten ostajien näkökulmasta. Jos myyjä tietää myynnissä olevan kohteen kiinnostavan laajaa joukkoa ostajaehdokkaita, myyjän ei tarvitse luovuttaa suurta määrää tietoa myyntikohteesta ostajakandidaateille.

Tämän seurauksena myyjä ohjaa koko huutokauppaprosessia. Jos myynnissä oleva kohde ei puolestaan herätä kovin suurta mielenkiintoa, ostajaehdokkaat saavat huomattavasti enemmän informaatiota myyntikohteesta ja pystyvät vaikuttamaan saamansa informaation määrään ja yksityiskohtaisuuteen.

Myynnissä olevan kohteen houkuttelevuutta painottanut haastateltu henkilö kertoi, että laajan joukon ostajaehdokkaita halutessa ostaa kaupan kohteen, myyjä voi vedota siihen, että ostajakandidaatit tuntevat kohteen hyvin ja pyytää tarjouspyyntökirjeellä ensimmäiset indikatiiviset tarjoukset haluamiltan tahoilta. Saamistaan alustavista tarjouksista myyjä valitsee jatkoon päässeet. Näille tarjoajille voidaan lähettää henkilökohtainen kutsu osallistua johdon esittelyyn kohdeyrityksestä, johon saapuvat ostajaehdokkaat yksi kerrallaan. Johdon esittely voi olla pelkkä ennalta valmisteltu esittely tai sen lisäksi voi olla myös mahdollisuus avoimeen keskusteluun. Johdon esittelyn yhteyteen voidaan tapauksesta riippuen olla järjestetty myös mahdollisuus päästä data room-aineistoon. Johdon esittelyn perusteella myyjä odottaa sitovia tarjouksia ostajaehdokailta. Saattaa olla, että vasta sitovat tarjoukset saatuaan myyjä antaa enemmän tietoa myynnissä olevasta kohteesta, ja sen jälkeen yrityskauppaneuvotteluissa loppusuoralle valituksi tulleet 1-3 ostajaehdokasta saavat mahdollisuuden tarkentavan due diligence-tarkastuksen suorittamiseen.

Myyjän puolestaan tiedostaessa, että myyntikohde ei herätä kovin laajaa mielenkiintoa potentiaalisten ostajien joukossa, huutokauppaprosessi käynnistyy tarjouspyyntökirjeen sekä kaupan kohdetta esittelevän myyntiesitteen lähettämällä ostajaehdokkaille. Kaikissa haastattelussa tuli esille, että ensimmäinen kaupan kohdetta koskeva tarjous on tavallisesti jätettävä hyvin niukan tiedon varassa, tyypillisesti myyntiesitteestä löytyviin tietoihin perustuen. Yhdessä haastattelussa tosin mainittiin, että julkisiin tietolähteisiin perustuen ostaja voi rajoitetusti tehdä alustavaa due diligence-tutkimusta ostokohdesta. Myyjän tarjoamasta vähäisestä informaatiosta johtuen ostajan voi olla vaikeaa tehdä ensimmäistä tarpeeksi hyvää tarjousta, jolla ostajaehdokas välttää karsituksen joutumisen. Alustavien tarjousten perusteella myyjä valitsee ne ostajaehdokkaat, jotka saavat tutustua data room-aineistoon. Kahdessa haastattelussa korostettiin sitä, että kunnollisessa huutokaupassa tänä päivänä data room-aineistoon sisältyy vendor due diligence-tutkimus eli myyjän teettämä due diligence-tutkimus. Yhdessä haastattelussa painotettiin sitä, että ostajaehdokkaan mahdollisuus vaikuttaa data room-materiaaliin voi riippua siitä, missä vaiheessa kyseinen potentiaalinen ostaja tulee mukaan huutokauppaprosessiin. Erityisesti ostettaessa pörssiyhtiötä on nykyään monesti niin, että yksi ostajaehdokas käynnistää yrityskauppaprosessin ja vähitellen prosessiin tulee mukaan muita mahdollisia ostajia, jolloin muodostuu huutokauppa.

Tällöin prosessin käynnistänyt ensimmäinen ostajaehdokas on yhdessä due diligence-ryhmän kanssa jo esittänyt pyynnön data room-materiaalista myyjälle. Esimerkiksi Englannissa civil code velvoittaa myyjän antamaan ensimmäiselle ostajaehdokkaalle annetun materiaalin myös muille ostajakandidaateille. Data room-käyntien jälkeen ostajaehdokkaiden joukko karsitaan mahdollisimman pieneksi. Yksi haastatelluista henkilöistä korosti, että yleensä tässä vaiheessa pitäisi jollekin ostajaehdokkaalle myöntää yksinoikeus neuvotella kaupan kohteesta tietyn sovitun ajan verran. Siltä osin, kun ostaja ei saa haluamaansa informaatiota myyjältä yrityskaupprosessin yhteydessä, mutta päättää kuitenkin toteuttaa kaupan, ostajalla on mahdollisuus kauppakirjan ehdoilla suojautua yrityskauppaan liittyviltä riskeiltä. Tämä suojautumiskeino tuli esille yhden haastatellun henkilön vastauksessa.

Haastatteluista saatu informaatio on keskeisiltä osiltaan johdonmukaista teoriaosassa esitettyjen näkökantojen kanssa. Kuten teoriassa ennakoitiin, myyntikohdetta koskevan merkityksellisen informaation saatavuus voi muodostua huutokaupassa ostajaehdokkaille ongelmaksi. Myyntikohteen houkuttelevuuden vaikutusta myyjän luovuttaman informaation määrään ja yksityiskohtaisuuteen ei teoriassa käsitelty. Haastatteluaineisto tarjosi informaatiota myyntikohteen houkuttelevuuden vaikutuksesta due diligence-tarkastukseen huutokaupprosessin yhteydessä. Myyjän myyntikohteesta teettämän due diligence-tutkimuksen kuuluminen tänä päivänä kunnolliseen huutokauppaan antaa tukea teoriassa esitetyille perusteille sen järkevyydestä.

Haastatteluinformaatio tuki teorian näkemystä siitä, että potentiaalisen ostajan ja myyjän keskenään solmima aiesopimus edustaa osapuolten aikomusta neuvotella kaupan toteuttamisesta. Sen tehtävänä on muodostaa raamit osapuolten välisille jatkoneuvotteluille. Yksi haastatelluista henkilöistä mainitsi nähdyn esimerkkejä myös siitä, että aiesopimus on tulkittu osapuolia sitovaksi asioiden tultua hyvin pitkälle aiesopimuksessa jo sovituiksi. Tämä tieto on poikkeus pääsäännöstä. Haastatellut henkilöt korostivat aiesopimuksessa tavallisesti annettavan osapuolia sitovasti potentiaaliselle ostajalle yksinoikeus neuvotella kaupan kohteesta tietyn ennalta sovitun ajan. Aiesopimuksessa haarukoitaviin kaupan toteutumisen olennaisiin ehtoihin lukeutuvat haastatteluista saadun informaation perusteella esimerkiksi kauppahinnan määrä ja mahdolliset kauppahintamekanismit. Aiesopimus sisältää myös informaatiota siitä, miten yrityskaupprosessissa on tarkoitus edetä. Aiesopimus voi sisältää tietoa myös siitä, joutuuko toinen osapuoli kaupan purkautuessa maksamaan toiselle jonkinlaisen korvauksen.

Vastaajilta tiedusteltiin myös, mitä aiesopimuksessa on tyypillisesti sovittu due diligenceen suorittamisesta. Haastattelujen perusteella kohdeyritykseen kohdistuvan due diligence-tarkastuksen osalta aiesopimuksessa on tyypillisesti sovittu siitä, että due diligence tehdään tietyn löyhästi määritellyn ajan kuluessa. Due diligence-tutkimuksen yksityiskohdat sovitaan aiesopimuksen ulkopuolella. Yhdessä haastattelussa tuli erityisesti esille, että aiesopimuksessa lähtökohtaisesti sovitaan siitä, että myyjä kertoo kaiken tiedon tarkastuksen suorittajille. Todellisuudessa riippuu kuitenkin tapauksesta, muodostuuko due diligence-prosessi niin avoimeksi, kuin aiesopimuksessa lähtökohtaisesti on sovittu. Mikäli ostajan kannalta oleellisia tietoja kaupan kohteesta paljastuu vasta kaupan tekemisen jälkeen, pahimmassa tapauksessa päädytään välimiesmenettelyyn, ellei osapuolten välisissä keskusteluissa löydetä sopua. Tiivistäen voidaan sanoa, että haastateltavien henkilöiden kokemus aiesopimuksen tyypillisestä sisällöstä poikkeaa tutkielmassa muodostetusta ennakkokäsityksestä due diligence-tarkastuksesta sopimisen osalta. Tavallisesti aiesopimuksessa ei sovita varsinaisia raameja tarkastukselle, vaan ainoastaan sovitaan, että normaali tarkastus tehdään tietyn ajan kuluessa. Miten tarkastus tehdään, sovitaan aiesopimuksen ulkopuolella. Saadusta haastatteluaineistosta kävi kuitenkin ilmi, että joskus aiesopimuksessa on sovittu myös raameista due diligence-tutkimukselle.

Due diligencen osa-alueet

Kysymykset 5-9 liittyivät due diligence-tutkimuksen osa-alueisiin. Tarkastelun kohteena oli ostajaa avustavien eri asiantuntijaryhmien välisen yhteistyön tarpeellisuus due diligencen suorittamisessa, juristeilla oleva rooli juridisen due diligence-tutkimuksen suorittamisessa kahden suomalaisen yrityksen välisessä osakekaupassa, tulos- ja taseanalyysin tarkastuskohteet ja tarkastusmenetelmät sekä taseen ulkopuoliset vastuut.

Haastateltujen henkilöiden mukaan jokaisessa yrityskaupassa on tarvetta eri asiantuntijaryhmien väliselle yhteistyölle. Yhteistyön tarpeellisuutta koskevissa perusteluissa kävi ilmi, että tarkastus kokonaisuudessaan ratkaisee yrityskaupan kohtalon. Kuten yksi haastatelluista henkilöistä erityisesti painotti, due diligence-tarkastuksessa ilmenevillä asioilla on moninaisia vaikutuksia, esimerkiksi juridisia, taloudellisia, kaupallisia, teknisiä vaikutuksia ym. Kaikissa vastauksissa korostettiin yhteistyötä taloudellisen ja juridisen due diligence-tutkimuksen suorittajien välillä. Yhteistyön tarpeellisuutta näiden ryhmien välillä havainnollistettiin esimerkein. Yhdessä haastattelussa kerrottiin, että taloudellisen due diligencen suorittajien havaitessa esimerkiksi kohdeyrityksen myynnin merkittävästi vähentyneen heidän on selvitettävä syitä myynnin laskuun. Mikäli syyksi paljastuu jonkin tärkeän asiakkaan kokemat

ongelmat ostetuissa tuotteissa, jotka ovat johtaneet kyseisen asiakassuhteen menettämiseen ja reklamaatioon yritykselle juridisen due diligence-tutkimuksen suorittajat pohtivat puolestaan todennäköisyyttä sille, että reklamaation tehnyt entinen asiakas kohdistaa yritykseen oikeudellisia vaatimuksia. Juristien päätyessä siihen, että oikeudelliset vaatimukset ovat todennäköisiä, taloudellisen due diligencen suorittajien tarvitsee tämän jälkeen hinnoitella mahdollinen oikeudenkäynnin häviäminen. Toisessa haastattelussa yhteistyön tarpeellisuutta kuvattiin yleisluonteisemmalla esimerkillä. Haastateltu henkilö kertoi, että taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittajia tarvitaan kvantifioimaan kohdeyrityksen sopimuskannasta juridisessa due diligencessä paljastuneiden merkittävien riskien rahamääräiset arvot. Tämän jälkeen juristit ottavat kuhunkin riskiin sopimusoikeudellisen kannan.

Kaikissa haastatteluissa painotettiin myös yhteistyötä taloudellisen ja liiketoiminnallisen due diligence-tutkimusten suorittajien välillä myyjän kohdeyrityksestä laatimia ennusteita arvioitaessa ja omia ennusteita kohdeyrityksestä laadittaessa. Näiden tahojen yhteistyöllä ennusteessa yhdistyy markkinatieto tietoon yrityksen kustannuksista, myynnin kehityksestä jne.

Yhteistyön muodoista taloudellisen ja juridisen due diligencen suorittajien välillä haastatteluissa tuli esiin keskustelut ja raporttiluonnosten vaihdot. Mikäli ostaja tekee liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen omilla sisäisillä resursseillaan, kuten Suomessa on usein tapana, yksi haastatteluista henkilöistä mainitsi taloudellisen due diligencen suorittajien ja asiakasyrityksen välillä olevan tällöin jatkuvaa kanssakäymistä. Nämä keskustelut ulottuvat luonnollisesti myös kohdeyrityksen tulevaisuutta koskeviin ennusteisiin. Jos ostaja puolestaan teettää kohdeyritystä koskevan liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen ulkopuolisilla asiantuntijoilla, taloudellisen due diligencen suorittajat jakavat raporttiluonnoksensa liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen suorittajille ja keskustelevat heidän kanssaan kohdeyritystä koskevissa ennusteissa huomioon otettavista asioista. Haastatteluista saatu informaatio eri asiantuntijaryhmien välisestä yhteistyöstä due diligence-tarkastuksen suorittamisessa on yhtenäistä teoriaosassa esiin tuotujen näkemysten kanssa. Haastatellut henkilöt kuvasivat yhteistyön tarpeellisuutta edellä esitettyjen havainnollisten esimerkkien avulla. Teoriassa ei käsitelty yhteistyön muotoja ja niistä saatiin haastatteluissa uutta tietoa.

Juridisessa due diligence-tarkastuksessa tarkastetaan kaikki kohdeyrityksen sopimuslajit kotimaisten yritysten välisessä osakekaupassa. Haastatteluissa mainittuja esimerkkejä olivat vuokrasopimukset, asiakassopimukset, vakuutus sopimukset, henkilöstösopimukset, sisäiset sopimukset, työsopimukset,

immateriaalioikeuksiin liittyvät sopimukset, rahoitusjärjestelyt sekä leasingjärjestelyt. Haastatellut henkilöt toivat esiin myös kohdeyritystä koskevien vireillä olevien oikeudenkäyntien selvittämisen. Niiden osalta juristit arvioivat todennäköisyyttä yritykseen kohdistuvan kannevaatimuksen menestymiselle. Yhdessä haastattelussa mainittiin juridiseen due diligence-tutkimukseen kuuluvan perusasiaana myös compliance-asioiden tarkastamisen. Lisäksi legal sensity-asioihin tulee kiinnittää huomiota, mikäli liiketoiminta on sen luonteista, että näitä asioita esiintyy. Yksi haastatelluista henkilöistä korosti myös juristeilla olevaa tärkeää roolia kauppakirjan ja sen ehtojen neuvottelemisessa, esimerkiksi myyjän vakuutuksen saaminen kauppakirjaan siitä, että tietyt asiat ovat sillä tavalla, kuin myyjä väittää niiden olevan, voi vaatia useita neuvotteluita.

Teorian näkökulmasta tarkasteltuna huomion kiinnittäminen juridisessa due diligencessä erityisesti kohdeyritystä koskeviin sopimuksiin ja vireillä oleviin oikeudenkäynteihin ei ole yllättävää. Tutkielman teoriaosassa painotettiin kohdeyhtiön kaupallisten sopimusten tarkastamisen tärkeyttä. Haastatelluista saadun informaation valossa myös muut kuin kaupalliset sopimukset ovat yhtä lailla tärkeää tarkastaa. Juristeilla kauppakirjan ja sen ehtojen neuvottelemisessa olevan roolin nouseminen esiin oli muodostetun ennakkokäsityksen mukaista. Haastatelluista saadun informaation perusteella juristit ovat osakekaupassa merkittäviä neuvonantajia myös Suomessa.

Haastattelujen mukaan tulos- ja taseanalyysissä tarkastellaan historiaa, nykyhetkeä ja arvioidaan tulevaisuutta. Tulos- ja taseanalyysin tekeminen perustuu tietämykseen toimialan toiminnasta ja liiketoimintalogiikasta. Tämän tietämyksen nojalla taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittajille muodostuu käsitys liiketoiminnan key driver-tekijöistä. Ymmärtämällä liiketoiminnan key driver-tekijät identifioidaan kohdeyrityksen toiminnan kannalta keskeiset tarkastettavat tuloslaskelma- ja tase-erät. Tase käydään periaatteessa läpi kokonaisuudessaan, mutta toimialakohtaisesti keskitytään erityisesti tiettyihin eriin. Taseen keskeisten erien arvoa pitää tarkastella uuden muodostuvan yrityskokonaisuuden näkökulmasta. Yhdessä haastattelussa nostettiin erityisesti esille myös ostajatyypillä oleva merkitys tulos- ja taseanalyysin painopistealueisiin. Esimerkiksi pääomasijoittajan ollessa kyseessä sijoituspäätöstä ohjaa kassavirtaan kohdistuvat odotukset. Pääomasijoittaja haluaa saada exit-hetkellä enemmän rahaa, kuin mitä on yritykseen aikoinaan sijoittanut. Tässä tapauksessa tulos- ja taseanalyysin painopiste ja lopputulema liittyvät kassavirtalaskelmaan eli kassavirta-analyysiin. Selvityksen kohteena on free cash flow, joka muodostuu karkeasti ottaen tuloksen ja taseen kombinaationa.

Muodostettaessa kohdeyrityksen tulevaisuutta koskevia ennusteita haastateltujen henkilöiden mukaan taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa lähdetään tavallisesti liikkeelle siitä, että historialliseen tilinpäätökseen sisältyvästä tuloksesta poistetaan kertaluonteiset ja epätavalliset erät. Näin saadaan selville liiketoiminnan pysyvä tuloksentekeyky eli sustainable earnings. Yhdessä haastattelussa mainittiin, että tulos voidaan selvittää tällä tavalla esimerkiksi kolme vuotta taaksepäin. Näin saatua tulosta voidaan verrata saman alan verrokkiyrityksiin eli suorittaa benchmarkingia. Tämän jälkeen ryhdytään arvioimaan, minkä suuruiseksi liiketoiminnan tuottama liikevoittotaso eli sustainable earnings tulevilla tilikausilla todennäköisesti muodostuu. Tällöin haastatellaan kohdeyrityksen johtoa ja haastetaan liiketoimintasuunnitelmaan sisältyvien oletusten realistisuus. Apuna voidaan käyttää benchmarkingia. Mikäli tämän seurauksena paljastuu merkittäviä eroja kohdeyrityksen ja saman alan verrokkiyritysten välillä, pyydetään johdolta haastatteluissa selvitystä siihen, mitkä tekijät selittävät havaitut erot. Myös herkkyyksianalyysiä suoritetaan eri tulevaisuuden skenaarioiden muodostamiseksi. Merkittäviä tase-eriä koskevat ennusteet laaditaan luonnollisesti samaan tapaan kohdeyrityksen johdon haastatteluihin ja benchmarkingiin perustuen.

Haastatteluista saatu informaatio todentaa teoriaosassa esitetyn mukaisesti tulos- ja taseanalyysissä suoritettavan taloudellisen numeroinformaation analysoimisen edellyttävän käsitystä potentiaalisen ostokohteen toimialan luonteesta ja liiketoimintalogiikasta. Tämän ymmärryksen avulla taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittajat tunnistavat liiketoiminnan key driver-tekijät eli liiketoiminnan keskeiset menestystekijät. Kaupan kohteen tulevaisuutta koskevien ennusteiden muodostamisessa käytetyistä menetelmistä haastattelut antoivat uutta tietoa, jota teoriassa ei käsitelty.

Haastatteluista saadun informaation perusteella taseen ulkopuolisten vastuiden selvittäminen kuuluu aina due diligence-tarkastukseen. Niiden määräytymiseen vaikuttavat kaupan kohteen sijaintivaltiossa käytössä olevat laskentaperiaatteet, kaupan kohteen toimiala sekä kaupan toteuttamistapa. Toimialan vaikutusta taseen ulkopuolisiin vastuisiin havainnollistettiin yhdessä haastattelussa tuomalla esiin se, että palvelutoimialan yhtiöillä ei esimerkiksi ole tuotevastuita. Kohdeyrityksen kansallisuus sekä kyseisessä maassa käytössä olevat laskentaperiaatteet ovat puolestaan merkityksellisiä mietittäessä, millaisia eläkevastuita ynnä muita henkilöstöön liittyviä velvoitteita kohdeyrityksellä on ja mitä niistä tulee tilinpäätöksessä kertoa. Eläkevastuiden osalta yhdessä haastattelussa täsmennettiin, että maasta riippuen laskentaperiaatteet voivat edellyttää joko niiden numeerista sisällyttämistä tilinpäätökseen tai eläkevastuista kertomista ainoastaan liitetietona. On myös mahdollista, että eläkevastuista ei tarvitse

kertoa tilinpäätöksessä mitään. Haastatteluissa tuli esiin, että erityisesti anglosaksisen kohdeyrityksen ollessa kyseessä, on tärkeää due diligence-tarkastuksessa kiinnittää huomiota eläkevastuisiin. Yhdessä haastattelussa mainittiin myös ruotsalaisten kohdeyritysten osalta olevan tärkeää kiinnittää erityistä huomiota eläkkeisiin liittyvien asioiden selvittämiseen. Yksi vastaaja esitti kohdeyrityksen kansallisuuden yhdistettynä kaupan toteuttamistapaan olevan merkityksellinen myös esimerkiksi veroihin liittyvissä asioissa. Suomessa sijaitsevilla yrityskaupan kohdeyrityksillä ei osakekaupassa ole veroriskejä, mutta muualla maailmassa toimivilla yrityksillä niitä voi esiintyä.

Suoritetut haastattelut vahvistavat kaupan kohteen toimialan vaikuttavan taseen ulkopuolisiin vastuisiin, kuten teoriassa on ilmennyt. Haastatteluilla saatiin selville myös lisäinformaatiota taseen ulkopuolisten vastuiden määräytymiseen vaikuttavista tekijöistä.

Teollinen ostaja

Kysymykset 10-12 koskivat teollista ostajaa. Käsittelyn kohteena oli due diligence-tarkastuksella selvitettävät tärkeimmät asiat synergiaa tavoittelevan teollisen ostajan harkitessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista, joka on tarkoitus integroida täysin ostavaan yritykseen. Myös due diligencen mahdollisia eroja kaupan osapuolten osittaisen integroimisen tapauksessa verrattuna täydelliseen integroimiseen pyrittiin selvittämään. Lisäksi tarkasteltiin ympäristöasioilla olevaa merkitystä teollisen ostajan yrityskauppaa koskevalle päätöksenteolle harkittaessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista sekä perehdyttiin myös syvällisen ympäristön due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteisiin.

Kun teollinen ostaja harkitsee samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista ja integroimista ostavaan yritykseen, due diligencella läpikäytäviin asioihin kuuluu haastatteluista saadun informaation perusteella tavoiteltujen synergiaedun lähteiden olemassaolon identifioiminen ostokohteessa. Yhdessä haastattelussa tuotiin esille, että myös myyjä voi esittää näkemyksiä synergiaedun lähteistä, jolloin due diligence-tarkastuksen tehtävänä on selvittää, onko niitä mahdollista saavuttaa. Myös synergiaetujen saavuttamiseen mahdollisesti tarvittaviin lisäkustannuksiin/lisäinvestointeihin kiinnitetään huomiota. Tämä kertoo sen, voidaanko synergioita saavuttaa ostajan tavoittelemassa laajuudessa. Yksi haastatteluista henkilöistä erityisesti painotti, että kokoluokaltaan vähintään keskisuuri teollinen ostaja pyrkii yleensä ostamaan yrityksen suoria kilpailijoita. Tämä merkitsee sitä, että ostajalla on näkemys yrityskaupalla saavutettavissa olevasta lisäarvosta, joka saadaan integroimalla kaupan

osapuolina olevat yritykset. Due diligence-tarkastuksen rooli on varmistaa, että teollisella ostajalla yrityskaupan kohdeyrityksestä olevat oletukset pitävät paikkansa ja että kaupan toteuttamisen jälkeen ei paljastu mitään yllätyksiä.

Pyrittäessä integroimaan kaupan osapuolet kohdeyrityksen kustannusrakenteen ja organisaation selvittäminen on tärkeää. Tietojärjestelmien integroimiseen liittyvät asiat nousivat myös haastatteluissa esille. Yksi vastaajista mainitsi, että isolla teollisella ostajalla on oma IT-osastonsa, josta johtuen kyseinen kokoinen ostaja ei välttämättä katso tarpeelliseksi turvautua ulkopuoliseen apuun IT-järjestelmien integroimiseen liittyvien asioiden selvittämisessä. Haastatteluista kävi kuitenkin ilmi, että KPMG:llä on myös IT-järjestelmiin erikoistuneita asiantuntijoita ostajan käytettävissä. Kaupan osapuolten yrityskulttuurien sopeuttamisen mahdollisuudet ovat myös tärkeä huomioitava asia pyrittäessä integroimaan kaupan osapuolet. Yksi vastaaja korosti asiakasyritysten tänä päivänä pyytävän due diligencessä kasvavassa määrin arviointia yrityskulttuurien soveltumisesta toisiinsa. Haastateltu henkilö näki aihepiirin olevan hyvin ajankohtainen Suomen yrityskauppamarkkinoilla. Toinen vastaaja puolestaan esitti, että pyrittäessä integroimaan kaupan osapuolet keskimäärin jokaisessa yrityskaupassa kiinnitetään ostavan yrityksen suorittamassa due diligence-tarkastuksessa huomiota yrityskulttuurien sopeuttamisen mahdollisuuksiin. Missä määrin asiaan kiinnitetään huomiota, vaihtelee riippuen siitä, missä laajuudessa kaupan osapuolten henkilöstöryhmät on tarkoitus yhdistää. Kolmas haastatteluista henkilöistä puolestaan korosti asiaan kiinnitettävän erityistä huomiota henkilöstön ollessa keskeisellä sijalla tuotteen valmistamisessa. Syvällinen henkilöstön due diligence-tutkimus tehdään hänen mukaansa taloudellisesta due diligencesta erillisenä tutkimuksena.

Haastateltujen henkilöiden esittämät due diligencen tarkastuskohteet teollisen ostajan harkitessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista ja integroimista ostavaan yritykseen ovat yhdenmukaisia teoriassa käsiteltyjen tarkastuskohteiden kanssa. Haastatteluaineistosta saatiin lisäksi teoriaan verrattuna uutta tietoa ulkopuolisten due diligence-asiantuntijoiden suorittamasta due diligence-tutkimuksen luonteesta vähintään keskisuuren teollisen ostajan ollessa kyseessä.

Kysyttäessä due diligence-tarkastuksen eroista teollisen ostajan suunnitellessa kaupan kohteen osittais- ta integraatiota ostavaan yritykseen verrattuna täydellisen integroimisen pyrkimykseen yhdessä haastattelussa mainittiin tarkastuskohteiden voivan olla osittain samoja. Samassa yhteydessä korostettiin asioita tutkittavan osittaiseen integraatioon tähtäävän yrityskaupan due diligencessä eri tarkaste-

lunäkökulmasta verrattuna täydelliseen integroimiseen. Tarkastelunäkökulman erilaisuus vaikuttaa puolestaan due diligence-tarkastuksen laajuuteen. Tarkastelunäkökulman erilaisuus tuli hyvin esille kaupan osapuolten tietojärjestelmiä koskevassa esimerkissä. Kun tietojärjestelmiä ei pyritä integroimaan vaan niiden välille on tarkoitus laittaa ainoastaan jokin palikka tiedon kulun toteuttamiseksi, tarkastellaan sitä, pystyvätkö ostokohteen tietojärjestelmät toimimaan niin sanotusti stand alone-periaatteella ilman uuden omistajan tukea.

Tarkastelunäkökulman erilaisuus tuli ilmi myös toisen vastaajan vastauksessa. Hän mainitsi, että ostajan pyrkiessä integroimaan kaupan kohteen osittain ostavaan yritykseen due diligence-tarkastuksessa käydään ostokohteesta läpi muun muassa tuotekehitystä, talousosasto, henkilöstöosasto, tuotanto, logistiikka jne. katsoen, mitä niistä integroidaan ja mitä ei. Samassa haastattelussa tuli myös esille, että hyvin useasti yrityskaupassa ainoastaan osa ostokohteesta integroidaan ostavaan yritykseen. Haastattelujen henkilöiden näkemyksissä tässä asiassa oli myös eroja. Yksi vastaaja katsoi, että lähtökohtaisesti ostaja pyrkii integraatioon päädyttyään integroimaan kaupan kohteen täydellisesti ostavaan yritykseen.

Tarkasteltaessa saatuja vastauksia havaitaan, että kaikki haastatellut henkilöt eivät tukeneet teoriaosassa esitettyä näkemystä osittaisen integraation mahdollisuudesta. Haastatteluista saadusta informaatiosta käy myös ilmi ostavan yrityksen suorittaman due diligence-tarkastuksen eroavan pyrittäessä osittaiseen integraatioon siitä, jos tavoitteena on kaupan osapuolten täydellinen integroiminen. Tältä osin haastattelut tarjosivat edellä käsiteltyyn teoriaan verrattuna merkityksellistä lisäinformaatiota. On luultavaa, että haastatellut henkilöt vastauksia antaessaan tukeutuivat omiin kokemuksiinsa. On mahdollista, että viimeaikaisissa yrityskauppakokemuksissa on ollut osin eroja vastaajien kesken.

Haastattelussa tuli esille, että KPMG on jakanut ostajatyypit teolliseen ostajaan ja pääomansijoittajaan. Samassa haastattelussa painotettiin due diligence-tarkastukseen kuuluvan ympäristöasioiden läpikäynti, vaikka ostokohteena olisi henkilöstövuokrausfirma, jolla on toimistorakennus tehdasalueella. Haastatteluista saadun informaation perusteella potentiaalisen ostokohteen suhtautumisella ympäristöasioiden hoitoon on teollisen ostajan yrityskauppaa koskevalle päätöksenteolle äärimmäisen suuri merkitys ostokohteen toimiessa raskaassa teollisuudessa. Yksi vastaajista mainitsi, että tuotantoteollisuutta harjoittavan kaupan kohteen tehtaiden sijaitessa vuokramaalla vuokrasopimuksista selvitetään kenellä on vastuu maaperän saastumisesta.

Ympäristön due diligence-tutkimuksessa selvitetään ympäristölainsäädännön asettamat velvoitteet. Yhdessä haastattelussa mainittiin ympäristölainsäädännön läpikäymisen olevan juristien tehtävä. Yksi vastaaja painotti, että huomiota on kiinnitettävä myös siihen, onko näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa ympäristölainsäädäntöön tulossa joitain merkittäviä muutoksia, jotka rajoittavat tulevaa toimintaa. Tällainen voisi olla esimerkiksi vuoden päästä voimaan astuva uusi määräys, joka rajoittaisi merkittävästi ilma- ja vesipäästöjen sallittuja raja-arvoja. Tietoisuus tämän tyyppisestä lakimuutoksesta voi olla erittäin tärkeää ostavan yrityksen päätöksenteon kannalta. Voi nimittäin olla, että ostokohteen jos sain tehtaassa päästöjä ei pystytä rajoittamaan uusiin raja-arvoihin ilman merkittäviä investointeja. Ympäristön due diligence-tutkimuksessa tehdään myös fyysisiä kokeita maaperästä. Yhdessä haastattelussa tuli esille, että maaperän ollessa saastunut alueella, jossa ostokohde harjoittaa liiketoimintaansa on lähtökohtaisesti pyrittävä osoittamaan, että saastuminen ei ole aiheutunut ostokohteen toiminnasta. Kyseinen vastaaja korosti kuitenkin sitä, että aina ympäristövastuusta ei voida vapautua. Paikallinen ympäristölainsäädäntö voi velvoittaa yrityksen, jolla on alueella toimintaa vastaamaan kaikista ympäristöhaitoista. Toisessa haastattelussa kerrottiin, että saastuneen maaperän aiheuttaessa jonkin tietyn seuraamuksen Yhdysvalloissa ympäristölainsäädäntö asettaa velvoitteen kaivaa saastunut maaperä pois niin syvältä kuin se on saastunut, rahdata kyseinen maaperä pois ja tuoda uutta maata tilalle.

Yksi haastatelluista henkilöistä kertoi ympäristön due diligence-tutkimuksessa havaittujen seikkojen pohjalta mietittävän kauppakirjaa laadittaessa, onko tarvetta sisällyttää siihen vastuulausekkeitä. Haastatteluita suoritettaessa kävi myös ilmi kaupan toteutumisen voivan estyä, mikäli ostajaa uhkaisi yrityskaupan seurauksena rahamääräisesti mitattuna huomattavan suuret ympäristövastuut. Yksi vastaajista korosti syynä siihen, miksi myyjä ei välttämättä ole myötämielinen ostavan yrityksen suorittamalle ympäristön due diligencelle olevan sen, että kaupan kariutuessa myyjälle ainoa käteen jäävä asia on mahdollinen velvollisuus tehdä jotain tarkastuksessa paljastuneelle ympäristöhaitalle.

Haastatteluista saatu informaatio todentaa johdonmukaisesti teoriassa esitetyn kanssa ympäristöasioilla olevan teollisen ostajan yrityskauppaa koskevalle päätöksenteolle keskeinen merkitys ostokohteen toimiessa raskaassa teollisuudessa. Ostajaa yrityskaupan toteuttamisen seurauksena uhkaavien huomattavien ympäristövastuiden käyminen ympäristön due diligence-tarkastuksessa ilmi voi muodostua kaupan estäväksi tekijäksi. Syvälliseen ympäristön due diligence-tutkimukseen kuuluvien tarkastuskohteiden osalta haastattelut tarjosivat teoriaosaan verrattuna uutta informaatiota. Maaperästä tehtävien

fyysisten kokeiden tuleminen esiin haastatteluja suoritettaessa syvensi teorian puitteissa muodostettua käsitystä ympäristön due diligenceen kuuluvista tarkastuskohteista.

Riskisijoittaja (Venture Capitalist)

Kysymykset 13 ja 14 käsittelivät riskisijoittajaa. Pyrkimyksenä oli selvittää, mihin asioihin riskisijoittajan due diligence-tutkimuksessa kiinnitetään huomiota harkittaessa sijoittamista toimintansa alkuvaiheessa olevaan korkean teknologian yritykseen. Haastatelluilta henkilöiltä kysyttiin lisäksi sitä, ovatko riskisijoittajat Euroopan riskipääomamarkkinoilla aktiivisesti osallisina myös myöhemmässä elinkaarivaiheessa olevien yritysten saneerauksissa ja mikäli vastaus on myönteinen, mitä eroja kyseisen tyyppiseen yritykseen kohdistuvassa due diligencessä on verrattuna toimintansa alkuvaiheessa olevan korkean teknologian yritykseen kohdistuvaan due diligence-tarkastukseen.

Haastatteluista saadun informaation perusteella teknologisella due diligence-tutkimuksella on korostunut merkitys harkittaessa sijoittamista toimintansa alkuvaiheessa eli start up-vaiheessa olevaan korkean teknologian yritykseen. Teknologisen due diligence-tarkastuksen suorittavat riskisijoitusyhtiöt itse hyödyntäen niillä olevia teknologiaosaajia. Siinä selvitetään, millaista teknologiaa ostokohteessa on, jonka pohjalta riskisijoitusyhtiössä harkitaan, uskotaanko tähän teknologiaan. Yksi vastaajista täsmensi teknologisessa due diligencessä kiinnitettävän erityisesti huomiota siihen, onko kaupan kohteella patentteja. Osana teknologista due diligence-tarkastusta riskisijoittaja perehtyy myös ostokohteen johtoryhmässä olevien henkilöiden laadukkuuteen siltä osin, kuin johtoryhmään on jo nimitetty henkilöitä.

Ulkopuolisia asiantuntijoita riskisijoitusyhtiö käyttää taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittamiseen. Taloudellisen due diligencen tarkastuskohteista start up-vaiheen yrityksessä tuli haastatteluista suoritettaessa esille kirjanpidon luotettavuus. Yksi haastatelluista henkilöistä mainitsi tarkastettaviin asioihin kuuluvan esimerkiksi sen, onko ostokohde aktivoinut sellaisia kustannuseriä, mitä ei saisi aktivoida. Toinen vastaaja, joka myös toi esille kirjanpidon luotettavuuden, katsoi kuitenkin taloudellisen due diligence-tutkimuksen painottuvan enemmän riskien selvittämiseen, jos liikevaihtoa tai saamisia ei ole vielä yritykselle kertynyt. Kyseisen vastaajan mukaan taloudellisessa due diligencessä huomioitaviin perusasioihin toimintansa alkuvaiheessa olevan yrityksen ollessa kyseessä kuuluu lisäksi se, miten nopeasti kohdeyritys polttaa rahaa eli milloin tarvitsee järjestää uusi rahoituskerros.

Haastatteluista kävi ilmi toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvan taloudellisen due diligence-tutkimuksen tavallisesti keskittyvän yritystä koskevien ennusteiden testaamiseen. Yksi vastaajista erityisesti korosti kassavirta- ja käyttöpääomaennusteiden olevan riskisijoittajan näkökulmasta tärkeitä. Yksi haastatteluista henkilöistä täsmensi, miten tulevaisuutta koskevien ennusteiden testaaminen tapahtuu. Hänen mukaansa puhdas maalaisjärjen käyttö auttaa yleensä hahmottamaan ennusteisiin sisältyvien lukujen realistisuutta start up-vaiheen yrityksen ollessa kyseessä. Jos toimialasta on saatavilla luotettavaa tilastotietoa, voidaan ennusteita testattaessa tätä tilastotietoa poimia monesta eri tietokannasta, jolloin saadaan niin sanottu best available information. Tätä tietoa suhteutetaan sitten yrityksen sen hetkiseen tilanteeseen, jolloin pystytään arvioimaan ennusteiden realistisuutta.

Saatu informaatio on johdonmukaista tutkielman teorian kanssa. Haastatteluaineistosta käy ilmi riskisijoittajan toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen tekemän sijoituspäätöksen heijastavan riskisijoittajalla olevaa uskoa kyseisen yrityksen teknologiaan, kuten tutkielman teoriassa on esitetty. Myös ostokohteen johtoryhmän laadukkuuteen perehtyminen oli tuotu teoriassa esiin samoin kuin taloudellisen due diligence-tutkimuksen painottuminen kohdeyritystä koskevien ennusteiden läpikäymiseen. Haastattelut antoivat tutkielman teoriaosaan verrattuna myös uutta informaatiota toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvan taloudellisen due diligencen tarkastuskohteista sekä siitä, kenen vastuulla teknologisen due diligence-tutkimuksen suorittaminen on.

Suoritetuissa haastatteluissa tuli esille se, että riskisijoittajat rahoittavat toimintansa alkuvaiheessa olevien yritysten lisäksi myös myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevia yrityksiä. Haastatteluaineiston perusteella kyseisiä riskisijoittajia on sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa Suomi mukaan lukien. Yksi vastaaja mainitsi, että venture capital-sijoittaja rahoittaa yleensä joko toimintansa alkuvaiheessa tai kasvuvaiheessa olevia yrityksiä. Toisen vastaajan näkemyksen mukaan venture capital-sijoittaja rahoittaa kaikissa elinkaaren vaiheissa olevia yrityksiä. Suoritetut haastattelut eivät antaneet tukea tutkielman teoriaosassa esitetylle näkemykselle siitä, että riskisijoittajat Euroopan riskipääomamarkkinoilla olisivat aktiivisesti osallisina myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevien yritysten saneerauksessa.

Haastateltu henkilö, joka esitti venture capital-sijoittajan rahoittavan kaikissa elinkaaren vaiheissa olevia yrityksiä, mainitsi toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvan taloudellisen due diligence-tarkastuksen olevan huomattavasti kevyempi verrattuna myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvaan vastaavaan tutkimukseen. Tarkempaa informaatiota due diligence-

tarkastuksen eroista toimintansa alkuvaiheessa olevassa yrityksessä verrattuna myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevaan yritykseen ei haastattelussa tullut esiin. Vastaaja nimittäin painotti sitä, että myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvan due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteet riippuvat siitä, mitä ostetaan, miksi ja miten kauppa rahoitetaan. Toisessa haastattelussa korostettiin, että muodostettaessa taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa kasvuvaiheessa olevan yrityksen tulevaisuudesta eri skenaarioita pystytään ennusteissa ottamaan huomioon yrityksen jo saavuttama markkinaosuus, eri tietokannoista saatavissa oleva markkinatieto sekä historiallinen tilinpäätösinformaatio merkityksellisiltä osiltaan. Historiallisen tilinpäätösinformaation merkityksellisyyteen vaikuttaa se, voidaanko liiketoiminnan driver-tekijöiden katsoa olevan tulevaisuudessa samat, kuin mitä ne ovat historiassa olleet vai tapahtuuko niissä muutoksia.

ICT- toimiala

Kysymysten 15-18 aiheena oli ohjelmistotuoteliiketoiminta. Haastatelluilta henkilöiltä tiedusteltiin markkinanäkemystä ohjelmistotuoteliiketoiminnasta Suomessa kysymällä, onko ohjelmistotuoteliiketoiminnalle Suomessa asetetun tavoitteen saavuttaminen mahdollista vuoteen 2015 mennessä. Selvitettäviin asioihin kuuluivat myös haasteet suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ja yhdysvaltalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen yrityskaupassa ostavan yrityksen suorittaman taloudellisen due diligencen näkökulmasta tarkasteltuna. Näihin haasteisiin liittyen kysyttiin sitä, eroavatko ostavan yrityksen suorittamassa taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa saadut taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvot yleensä suuresti yhdysvaltalaisen myyjän käyttämien asiantuntijoiden saamista arvoista ja mitä keinoja osapuolilla arvojen mahdollisesti erotessa on sovinnon aikaansaamiseksi. Lisäksi huomion kohteena oli se, miten taloudellinen due diligence-tarkastus eroaa kahden suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen välisessä yrityskaupassa verrattuna yhdysvaltalaisen kohdeyrityksen tilanteeseen ostavan yrityksen näkökulmasta.

Kaksi haastelluista henkilöistä suhtautui skeptisesti mahdollisuuksiin saavuttaa ohjelmistotuoteliiketoiminnalle Suomessa asetettu tavoite vuoteen 2015 mennessä. Toinen vastaajista perusteli näkemystään sillä, että suomalaisten ohjelmistotuoteyritysten lähtökohtana ei koskaan ole ollut kasvattaa ohjelmistotuoteliiketoiminnasta Suomessa isoa kansainvälistä liiketoimintaa. Jotta olisi ylipäänsä mitenkään mahdollista saavuttaa tavoitteena oleva 15 miljardin euron vuotuinen liikevaihto, ulkomaisten yrityskauppojen merkityksen vastaajat korostivat silloin olevan huomattava. Haastatellut henkilöt eivät tosin sanoen uskoneet ohjelmistotuoteliiketoiminnalle asetetun tavoitteen olevan saavutettavissa. Lisäksi

heidän mukaansa tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi aikaisempaa huomattavasti enemmän ulkomaisia yrityskauppoja suomalaisille ohjelmistotuoteyrityksille.

Haastatteluja suoritettaessa tuli esiin se, että yhdysvaltalaiset ohjelmistotuoteyritykset ostavat huomattavasti enemmän suomalaisia ohjelmistotuoteyrityksiä kuin päinvastoin. Syynä tähän tuotiin yhdessä haastattelussa esille yhdysvaltalaisten ohjelmistotuoteyritysten kallis ostohinta verrattuna suomalaisiin vastaaviin yrityksiin, joka johtuu yhdysvaltalaisiin kyseisen sektorin yrityksiin kohdistuvista huomattavista kasvuodotuksista. Suomalaiset yritykset ostavat toki jonkin verran yhdysvaltalaisia ohjelmistotuoteyrityksiä. Yhden vastaajan esittämän varovaisen arvion mukaan suomalaiset ohjelmistotuoteyritykset saattavat tällä hetkellä tosin enemmän fuusioitua yhdysvaltalaisiin pieniin vastaavan sektorin yrityksiin kuin ostaa niitä.

Kun ostokohteena on yhdysvaltalainen ohjelmistotuoteyritys, due diligence-tarkastuksen suorittamisessa käytetään haastatteluinformaation perusteella apuna KPMG:n paikallisia yhdysvaltalaisia due diligence-asiantuntijoita. He tuntevat parhaiten lainsäädännön, markkinat ja kyseisen maan yrityksillä olevat taseen ulkopuoliset erät. Suomen päässä KPMG:llä due diligence-toimeksianto koordinoidaan suomalaiselle asiakkaalle. Tarkastuskohteiden osalta yhden vastaajan vastauksessa tuli korostetusti esiin, että suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen harkitessa kotimaisen, yhdysvaltalaisen tai jonkin muun maalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ostamista taloudellisen due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteet ovat paljolti samat. Myöskään kahdessa muussa haastattelussa ei tullut esiin se, että suomalaiseen tai yhdysvaltalaiseen ohjelmistotuoteyritykseen kohdistuvan taloudellisen due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteissa olisi suuria eroja. Näissä haastatteluissa painottui kaksi asiaa. Tarkastus toteutetaan paljon pienemmässä mittakaavassa sen kohdistuessa suomalaiseen ohjelmistotuoteyritykseen verrattuna siihen, jos kaupan kohteena on yhdysvaltalainen ohjelmistotuoteyritys ja että tarkastuksen suorittamisessa on otettava huomioon lainsäädännössä, liiketoimintakulttuurissa ja maakulttuurissa olevat erot.

Suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen harkitessa yhdysvaltalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen ostamista taloudellisen due diligencen tarkastuskohteisiin kuuluvat haastatteluinformaation perusteella kohdeyrityksen tulouttamisperiaatteet, millä tavalla keskinäiset työt on aktivoitu, miten henkilöstö on sidottu toimintaan, henkilöstöasioiden läpikäynti yleisesti, mitä taseeseen on aktivoitu ja paljonko taseessa on ilmaa. Lisäksi tuotekehityksen osalta tarkastetaan, ovatko tuotekehityksen menetelmät laitettu kuluihin

vai aktivoitu taseeseen. Myös taloudellisten riskien selvittäminen on tärkeää. Taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvostus on haastatteluista saadun tiedon mukaan yksi osa taloudellista due diligence-kokonaisuutta. Mikäli näkemykset taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden käyvistä arvoista eroavat ostavan yrityksen due diligence-ryhmän ja myyjän välillä merkittävästi, yksi vastaajista kertoi erien arvon ratkeavan kaupan osapuolten asiantuntijoidensa avustuksella kaupasta neuvoteltaessa esittämien argumenttien perusteella. Yksi haastatteluista henkilöistä kuitenkin korosti, että taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvostus ei lukeudu taloudellisen due diligencen keskeisiin tekijöihin. Tämä johtuu siitä, että ostavan yrityksen kannalta tärkeimmät taseen ulkopuoliset aineettomat hyödykkeet eli ideat ja kehitteillä olevat teknologiat liittyvät enemmän siihen, miksi ohjelmistotuoteyritystä ollaan ostamassa. Niille ei ole vielä ehtinyt kertyä merkittävää taloudellista arvoa. Näin ollen liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen tehtävänä on selvittää, miten kohdemarkkinat suhtautuvat ostokohteella olevaan ideaan tai kehitteillä olevaan teknologiaan.

Yksi haastatteluista henkilöistä nosti erityisesti esille juristien keskeisen merkityksen yhdysvaltalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ollessa kaupan kohteena. Haastattelussa korostettiin, että kyseisessä tilanteessa yrityskaupprosessiin kytkeytyy mukaan suuri joukko juridisia neuvonantajia. Tämä kasvattaa due diligence-tarkastuksen perusteella muodostuvan lopullisen kauppakirjan paksuutta verrattuna kotimaisten ohjelmistotuoteyritysten välillä toteutettavassa yrityskaupassa laadittavaan kauppakirjaan. Myös kaupan tekemisen kustannukset luonnollisesti nousevat neuvonantokustannusten suuruuden johdosta.

Kerätystä haastatteluaineistosta käy ilmi teorian mukaisesti, että suomalaisen ostajan näkökulmasta taloudellisen due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteissa ei ole merkittäviä kaupan kohteena olevan ohjelmistotuoteyrityksen kansallisuudesta riippuvia maakohtaisia eroja. Haastatteluinformaatiosta saatiin vahvistusta sille, että ohjelmistotuoteliiketoimintaa koskevassa teoriassa esiintuodut taloudellisen due diligencen tarkastuskohteet pätevät myös yhdysvaltalaisesta ohjelmistotuoteyrityksestä tehtävään kyseiseen tarkastukseen. Lisäksi haastatteluista suoritettaessa tuli esiin teoriaan verrattuna uusia asioita, joihin taloudellisessa due diligence-tarkastuksessa kiinnitetään huomiota. Haastatteluaineisto tarjosi käytännön kokemukseen perustuvan listan asioista, joihin taloudellisessa due diligencessä kiinnitetään huomiota ohjelmistotuoteyrityksen ollessa kaupan kohteena. Liiketoiminnallinen due diligence korostui haastattelussa, vaikka sitä ei varsinaisesti kysytty. Se osoittaa, että due diligence-tutkimusta on tarkasteltava kokonaisvaltaisesti.

Kemianteollisuus

Kysymykset 19-21 muodostettiin kemianteollisuudesta. Haastatelluilta henkilöiltä kysyttiin sitä, mihin asioihin on perinteisesti ostavan yrityksen suorittamassa due diligencessä kiinnitetty huomiota ja mitä tiedonkeruumenetelmiä on käytetty suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen harkitessa saksalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ostamista. Kuluvan vuoden kesäkuussa voimaan astuva Euroopan unionin uusi kemikaaliasetus REACH oli myös esillä kysymyksissä. Vastaajia pyydettiin arvioimaan sitä, johtaako REACH-asetus nykyistä voimakkaampaan kilpailun keskittymiseen kemianteollisuudessa. Lisäksi tarkoituksena oli selvittää, mitä muutoksia REACH-asetus tuo due diligence-tutkimukseen suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ja saksalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen välisessä yrityskaupassa ostavan yrityksen näkökulmasta tarkasteltuna.

Yksi vastaajista korosti, että suomalaisille kemianteollisuuden valmistajayrityksille tärkein ulkomainen kohdemarkkina yrityskaupoissa on aikaisemmin ollut Saksa. Nykyään on kuitenkin hänen näkemyksensä mukaan pikemminkin niin, että ostokohteena kemianteollisuudessa ovat yritykset, joilla on toimintaa monessa eri maassa. Näistä yhtenä maana voi olla Saksa. Myöskään kahdessa muussa haastattelussa ei tullut esiin, että Saksa olisi tänä päivänä enää tärkein ulkomainen kohdemarkkina suomalaisten kemianteollisuuden valmistajayritysten tekemille yrityskaupoille. Kemianteollisuutta löytyy Saksan lisäksi paljon Ranskasta, Itävaltasta ja Sveitsistä. Haastattelujen perusteella ei saatu tukea teoriassa esitetylle näkemykselle, että Saksa olisi nykyään enää tärkein ulkomainen kohdemarkkina suomalaisten kemianteollisuuden valmistajayritysten tekemille yrityskaupoille.

Ostokohteen ollessa saksalainen kemianteollisuuden valmistajayritys due diligence-tarkastukseen liittyy haastatteluista saadun tiedon perusteella hyvin vähän sellaisia erityispiirteitä, jotka olisivat sidoksissa kyseisten saksalaisten yritysten tarkastukseen. Yhdessä haastattelussa mainittiin henkilöstöpuolella saattavan olla erityisjärjestelyjä, joihin suomalaisen ostavan yrityksen suorittamassa due diligencessä tulee kiinnittää erityistä huomiota. Olipa ostokohteena sitten saksalainen tai jonkin muun maalainen kemianteollisuuden valmistajayritys, due diligence-tarkastuksen suorittajien on luonnollisesti tunnettava paikallinen lainsäädäntö ja paikalliset käytännöt. Ostajan identifioitua sen kemianteollisuuden haaran, jonka ostamisesta ollaan kiinnostuneita, due diligence-tarkastuksessa selvitetään haastatteluinformaation perusteella, mitä kemikaaleja ostokohteella on ja mihin tarkoitukseen ne soveltuvat eli mitkä ovat kemikaalien ominaisuudet. Täten saadaan selville yrityskaupan toteuttamisella aikaansaattava hyöty ostavalle yritykselle. Due diligence-tutkimuksessa kiinnitetään huomiota myös logistiikasta

aiheutuviin kustannuksiin. Jos ostokohteen tehtaissaan valmistamia kemikaaleja joudutaan kuljettamaan useita satoja kilometrejä, kuljetuskustannukset ylittävät helposti sen hyödyn, mikä kemikaaleista ostajan tuotantoprosessiin liitettynä voidaan saada. Kemianteollisuuden ollessa kyseessä myös ympäristöasiat ja niihin liittyvät tarkastuskohteet ovat tärkeitä. Ostokohteen henkilöstöasioiden järjestäminen ja siihen liittyvät asiat kuuluvat myös aina due diligence-tarkastuksen kohteisiin. Due diligencen tiedonkeruumenetelmistä kemianteollisuuden ollessa kyseessä korostettiin yhdessä haastattelussa eri viranomaistahoja.

Haastatteluaineistosta selviää yhdenmukaisesti tutkielman teorian kanssa kemikaaleihin ja ympäristöasioihin liittyvien tarkastuskohteiden olevan tärkeitä kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvassa due diligencessä kohdemaasta riippumatta. Tämän lisäksi tuli esille myös muutama teoriassa ennakoimaton tarkastuskohde, joihin on kiinnitettävä huomiota. Ainoastaan saksalaisiin kemianteollisuuden valmistajayrityksiin kohdistuvista erityisistä huomioitavista asioista mainittiin ainoastaan henkilöstöön liittyvät erityisjärjestelyt.

Kysyttäessä voimaan tulevan REACH-asetuksen vaikutuksista kilpailuun kemianteollisuudessa ja muutoksista, joita asetus tuo kemianteollisuuden valmistajayritysten välillä suunnitellun yrityskaupan due diligence-tutkimukseen kävi ilmi, että kaikilla haastatelluilla henkilöillä ei ollut mielestään riittävän syvällistä tietoa näistä asioista. Yksi vastaajista esitti selkeät näkemykset kysytyistä asioista. Kilpailu kemianteollisuudessa tulee keskittymään vielä nykyistä enemmän. Tässä kehityksessä REACH-asetus voi toimia yhtenä vauhdittavana tekijänä, mutta se ei yksinään saa aikaiseksi kilpailun keskittymistä. Kemianteollisuus on kohtalaisen frakmentoitunut teollisuuden ala ja REACH-asetuksen vaikutuksen suuruus vaihtelee kemianteollisuuteen sisältyvillä eri toimialoilla.

Teoriassa esitetty näkemys REACH-asetuksen mahdollisesta kilpailun keskittymistä lisäävästä vaikutuksesta kemianteollisuudessa ei saanut haastattelun perusteella varauksetonta tukea. Täysin vaille merkitystä kilpailun keskittymiseen REACH-asetus haastattelun nojalla ei kuitenkaan jää.

REACH-asetuksen vaikutuksista due diligence-tarkastukseen vastaaja painotti, että kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuva due diligence-tutkimus tarkentuu riippumatta siitä, sijaitseeko ostokohde Saksassa tai jossain muussa maassa. Selvityksen kohteena due diligencessä on myös se, miten kohdeyritys on valmistautunut REACH-asetuksen voimaantuloon ja minkälainen näkemys sillä on

asetuksen vaikutuksista. Haastattelun henkilön mukaan voi nimittäin olla, että kyseisen asetuksen vaikutukset hieman eroavat kohdeyrityksessä ja ostavassa yrityksessä toisistaan. REACH-asetus vaikuttaa myös kustannuksiin ja se vaikuttaa siten luonnollisesti myös kannattavuuteen ja kaupan kohteen arvonmäärittelyyn. Näin ollen ostavan yrityksen suorittamassa due diligencessä on varmistettava, että asetuksella olevat kustannusvaikutukset huomioidaan, jotta kohdeyrityksen arvonmäärittely ei tästä syystä vääristy.

Kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvan due diligence-tutkimuksen tarkentuminen voidaan tulevan REACH-asetuksen johdosta tulla ennakoidusti esille tutkielman teoriaosassa. Lisäksi haastattelusta selvisi teoriaan verrattuna jonkin verran uutta tietoa asetuksen vaikutuksista due diligence-tarkastukseen. Yksityiskohtainen kokemukseen pohjautuva näkemys REACH-asetuksen vaikutuksista kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvaan due diligence-tutkimukseen, voidaan luonnollisesti tehdä vasta sen jälkeen, kun asetus on ollut voimassa jonkin aikaa.

Kohdeyrityksen kansallisuus

Kysymykset 22–24 koskivat kohdeyrityksen kansallisuutta. Pyrkimyksenä oli kartoittaa ne alueet ja maat, joissa toimivien yritysten kanssa suomalaiset yritykset nykyisin sekä lähitulevaisuudessa tekevät yrityskauppoja. Myös kohdemaan paikallisen asiantuntija-avun käyttämisen tarpeellisuutta suomalaisen ostavan yrityksen suorittamassa due diligence-tarkastuksessa selvitettiin. Lisäksi huomiota kiinnitettiin siihen, aiheutuuko kaupan osapuolina olevien yritysten sijaintivaltioilla olevasta erilaisesta institutionaalisesta ympäristöstä sekä erilaisesta kansallisesta kulttuurista suomalaisen yrityksen ulkomaisesta kohdeyrityksestä suorittamaan due diligence-tarkastukseen joitain ongelmia ja erityispiirteitä tai erityisiä tarkastuskohteita. Tässä yhteydessä tarkasteltiin myös sitä, eroaako ulkomaisesta kohdeyrityksestä suoritettu due diligence-tarkastus näistä syistä kotimaisen yrityskaupan yhteydessä suoritettavasta due diligence-tutkimuksesta.

KPMG on tehnyt tutkimusta muun muassa siitä, minkä maalaisten yritysten kanssa suomalaiset yritykset ovat tehneet yrityskauppoja toimien joko ostajina tai myyjinä. Haastatteluinformaation nojalla voidaan yleisesti ottaen todeta ainakin Baltian maiden sekä Ruotsin olevan tärkeitä ulkomaisia kohde-markkinoita suomalaisten yritysten tekemille yrityskaupoille. Yksi vastaajista myös katsoi Baltian maiden merkityksen tulevaisuudessa vielä nykyisestä korostuvan. Hän kertoi Baltian maiden olevan kovaa vauhtia niin sanotusti pohjoismaalaistumassa. Baltian mailla ja Ruotsilla olevaa merkitystä

suomalaisten yritysten tekemille yrityskaupoille havainnollistettiin yhdessä haastattelussa esittämällä numeroinformaatiota asiasta. Haastateltu henkilö mainitsi suomalaisten yritysten ostaneen Baltian maista viimeisen kahden vuoden aikana yhteensä 15 yritystä. Ruotsalaisia yrityksiä suomalaiset yritykset ostivat vuonna 2005 puolestaan lähes 20 ja vuonna 2006 runsaat 20 yritystä. Myös ruotsalaisten yritysten Suomesta ostamien yritysten lukumäärästä esitettiin vastaavat luvut. Ruotsalaiset yritykset ostivat vuonna 2005 noin 30 yritystä ja vuonna 2006 runsaat 20 suomalaista yritystä.

Venäjän rooli suomalaisten yritysten tekemien yrityskauppojen kohdemaana tuli myös haastatteluja suoritettaessa esille. Yksi vastaaja korosti suomalaisten yritysten olevan kiinnostuneita venäläisten yritysten ostamisesta, vaikka toteutuneita yrityskauppoja on paljon vähemmän verrattuna suomalaisten yritysten ostamien yritysten lukumäärään Baltian maissa. Toteutuneiden yrityskauppojen vähyden haastateltu henkilö katsoi johtuvan Venäjän maariskistä. Toisessa haastattelussa painotettiin Venäjän merkityksen suomalaisten yritysten tekemien yrityskauppojen kohdemaana tulevaisuudessa luultavasti korostuvan, mutta milloin se tapahtuu, ei ole tiedossa. Vastaaja mainitsi KPMG:n varautuneen Venäjän kasvavaan merkitykseen, josta osoituksena KPMG:llä on oma Venäjä ryhmänsä.

Haastatteluista saadun informaation valossa Aasian maat eivät ainakaan vielä tällä hetkellä muodosta merkittävää ulkomaista kohdemarkkinaa suomalaisten yritysten tekemille yrityskaupoille. Yhdessä haastattelussa tosin mainittiin Kiinan merkityksen suomalaisten yritysten tekemien yrityskauppojen kohdemaana vaihtelevan vuosittain merkittävästi. Jonakin vuotena suomalaiset yritykset ovat ostaneet aika paljon kiinalaisia yrityksiä, kun taas jonakin toisena vuotena yrityskauppoja on tehty siellä hyvin vähän. Trendin katsottiin olevan sen, että muutamien vuosien päästä suomalaiset yritykset tulevat tekemään Aasian maissa sijaitsevien yritysten kanssa nykyistä enemmän yrityskauppoja kaupan kohteiden siellä lisääntyessä.

Edellä olevan lisäksi kävi myös ilmi, että suomalaisilla yrityksillä on tällä hetkellä käynnissä ulkomaisia yrityskauppoja esimerkiksi Baltiassa, Ruotsissa, Yhdysvalloissa ja Englannissa sijaitsevien kohdeyritysten kanssa.

Haastattelut tarjosivat faktatietoa suomalaisten yritysten tekemien ulkomaisten yrityskauppojen kohdemaista ja -alueista ja näkemyksen niistä alueista ja maista, joissa sijaitsevien yritysten kanssa suomalaiset yritykset tulevat todennäköisesti tekemään lisääntyvässä määrin yrityskauppoja tulevaisuudessa.

Saadun informaation merkitystä lisää se, että sitä on vaikeaa muulla tavoin luotettavasti selvittää. Tutkielman teoriassa pyrittiin muodostamaan alustava käsitys suomalaisten yritysten tekemien ulkomaisen yrityskauppojen nykyisistä kohdemaista ja -alueista sekä tulevaisuudessa korostuvista kohdemaista ja -alueista. Arviot kyseisistä kohdemaista ja -alueista perustuivat suomalaisten yritysten tekemien ulkomaisen suorien investointien kohdemiin ja -alueisiin, joita kartoitettiin tarkastelemalla suomalaisten yritysten ulkomaisen henkilökunnan sijaintia alueittain.

Ruotsin tärkeyttä suomalaisten yritysten tekemien ulkomaisen yrityskauppojen kohdemaana ei luonnollisestikaan voida pitää yllätyksenä. Baltian maiden merkitys ei sekään ollut yllättävää. Sen sijaan Venäjän olisi voinut olettaa olevan jo nykyisin selvästi tärkeämpi ulkomainen kohdemarkkina suomalaisten yritysten tekemille yrityskaupoille kuin, mitä se haastatteluinformaation valossa on.

Suoritetuista haastatteluista kävi ilmi, että kaupan kohteen sijaitessa ulkomailla kohdemaan paikallisia asiantuntijoita käytetään lähtökohtaisesti aina due diligence-tarkastuksen suorittamisessa apuna. Paikalliset asiantuntijat tuntevat parhaiten paikallisen lainsäädännön, verolait ja kirjanpitosäännöt. Asiakas kuitenkin luonnollisesti itse ratkaisee, miten hän haluaa due diligence-tarkastuksen toteuttaa, mikä vaikuttaa paikallisen asiantuntija-avun tarpeen laajuuteen. Yhdessä haastattelussa tuli tarkentavasti esille, että ostajalla itsellään oleva tietämys yrityskaupan kohdemaasta ja kohdeyrityksen liiketoiminnasta ratkaisee suoritettavan due diligence-tutkimuksen laajuuden ja työnjaon asiakkaan vastuulla olevien ja ulkopuolisten due diligence-asiantuntijoiden selvittämien asioiden välillä. Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että paikallisia asiantuntijoita käytetään hyväksi riippumatta due diligence-tarkastuksen osa-alueesta. Yksi vastaaja kuitenkin korosti sitä, että paikallisten asiantuntijoiden hyödyntämisestä huolimatta merkittävä osa due diligence-työstä voidaan tapauskohtaisesti tehdä myös Suomesta käsin.

Haastattelussa tuli esille, että yhteistyö paikallisten asiantuntijoiden kanssa on yleensä rakennettu siten, että joku henkilö Suomen KPMG:stä toimii asiakasyhteyshenkilönä. Hänen vastuullaan on koordinoida yhteistyötä ja varmistaa, että KPMG:n henkilöt toisessa maassa tekevät sen osan due diligence-työstä, mistä on sovittu. Tällöin due diligence-tarkastuksen koordinointi- ja johtamisvastuu säilyy Suomen KPMG:llä. Riippuen vaikeusasteesta ja kysymyksistä due diligencessä tarkastuksen vetäjänä toimiva KPMG Suomi saattaa pyytää virallisesti kaupan kohdemaassa toimivalta paikalliselta KPMG:ltä, että he ottavat vastuun suorittamastaan työstä ja antavat siitä Suomeen sign offin. Tällainen

menettely antaa Suomen KPMG:lle vahvistuksen siitä, että paikallisen KPMG:n partneri on ottanut vastuun suoritetusta työstä.

Muitakin mahdollisia yhteistyön rakentamisen malleja on luonnollisesti olemassa. Jos suomalainen asiakas esimerkiksi tuntee hyvin paikallisen maan ja puhuu hyvin paikallista kieltä, KPMG Suomi voi toimia ainoastaan taustavaikuttajana. Tällöin Suomesta käsin voidaan järjestää suomalaiselle asiakkaalle kontakti paikallisessa maassa toimivan KPMG:n edustajaan ja he sopivat keskenään due diligence-tarkastuksen hoitamisesta.

Suoritettut haastattelut vahvistivat paikallisten asiantuntijoiden käyttämisen tarpeellisuuden tutkielman teoriassa esitetyn mukaisesti. Haastatteluinformaatio tarjosi lisäksi yksityiskohtaista käytännön kokemuksen perustuvaa tietoa yhteistyön rakentamisen malleista paikallisten asiantuntijoiden kanssa.

Lähdettäessä tekemään due diligence-tarkastusta ulkomailla sijaitsevasta kaupan kohteesta huomiota on kiinnitettävä haastatteluinformaation perusteella kyseisessä maassa vallitsevan kansallisen kulttuurin piirteisiin, business-kulttuuriin ja kohdeyrityksen tapaan toimia. Vaikka ostajalla itsellään on luonnollisesti oltava käsitys näistä asioista, niiden huomioiminen aikaisessa vaiheessa osana suoritettavaa due diligence-tarkastusta helpottaa kaupan osapuolten integraatiovaiheen onnistumista. Tämän johdosta yhdessä haastattelussa painotettiin sitä, että kyseisiin asioihin on jatkossa tarvetta kiinnittää due diligence-tarkastuksen yhteydessä vielä aikaisempaa enemmän huomiota. Toinen vastaaja nosti integraatioon liittyen täsmällisesti esille sen, että tiettyihin tapoihin tottuneella kohdeyrityksen johdolla voi mahdollisesti olla vaikeuksia sopeutua uusiin kulttuurillisiin olosuhteisiin. Due diligence-tarkastuksessa käydäänkin aina läpi kohdeyrityksen avainhenkilöstö. Selvityksen kohteena on se, paljonko avainhenkilön mahdollinen irtisanoutuminen yritykselle maksaa ja onko sillä joitain muita merkittäviä vaikutuksia. Tällainen vaikutus on esimerkiksi se, että avainhenkilö on luonut yritykselle jonkin tärkeän asiakassuhteen, joka menetetään avainhenkilön irtisanoutumisen myötä.

Yhdessä haastattelussa painotettiin kansallisen kulttuurin huomioimisen parantavan edellytyksiä myös itse due diligence-tarkastuksen onnistuneelle suorittamiselle ja siten koko yrityskauppaneuvotteluiden onnistumiselle. Manner-Euroopan maissa lähdetään pitkälti siitä ajatuksesta, että asioista sovitaan ensin suullisesti henkilökohtaisessa tapaamisessa, jonka jälkeen lähetetään vielä varmistusviesti. Suomessa on puolestaan totuttu siihen, että asioista sovitaan pitkälti sähköpostin välityksellä. Näin ollen

suomalaisen ostajan ja ulkopuolisten due diligence-tarkastuksen suorittajien on tärkeää huomioida kansallisen kulttuurin muokkaamat maan käytännöt pyrittäessä tehokkaaseen, ongelmattomaan due diligence-tarkastuksen ja koko yrityskauppaneuvotteluiden läpiviemiseen.

Tehtäessä due diligence-tarkastusta ulkomaisesta kaupan kohteesta tarkastuksessa korostuu kohde-
maasta riippuen tiettyjen asioiden läpikäynti. Haastatteluaineiston perusteella näihin asioihin lukeutu-
vat isobritannialaisen tai yhdysvaltalaisen kohdeyrityksen ollessa kyseessä esimerkiksi eläkkeet, itäeu-
rooppalaisista kohdeyrityksistä tehdään puolestaan usein henkilötaustakartoituksia ja esimerkiksi Bal-
tian maiden sekä Aasian maiden osalta korostuu veroasioiden läpikäynti. Venäjän osalta on puolestaan
katsottava, mistä kirjanpidosta halutaan tietoa. Venäjällä kirjanpito laaditaan verottajaa, tullimiehiä,
pankkia sekä omistajia varten. Venäjältä löytyy sekä yhtiöitä, joissa kaikki kustannukset ja tulot on
merkitty tilinpäätökseen että yhtiöitä, joissa näin ei ole menetelty. Venäjän ollessa kyseessä on lisäksi
erityisesti huomioitava sellaiset asiat kuten black cash, suhteet verottajaan sekä myyjän intressissä ole-
va verotuksen minimointi. Riippumatta siitä sijaitseeko potentiaalinen ostokohde Suomessa tai ulko-
mailla yhdessä haastattelussa korostettiin sitä, että related party transactions on sellainen peruskysy-
mys, joka käydään due diligencessä aina huolellisesti läpi.

Yhteenvetona haastatteluista voidaan sanoa, että ulkomaisesta kohdeyrityksestä käydään tietyt asiat
tarkemmin lävitse verrattuna suomalaiseen kaupan kohteeseen. Yksi vastaaja perusteli tarkempaa tar-
kastusta sillä, että riskit ovat suurempia ulkomaisissa kohdeyrityksissä. Toisessa haastattelussa nostet-
tiin esille tarkastuksen tarkkuustasoon vaikuttavan osittain myös se, että Suomessa on tilintarkastus-
pakko, kun puolestaan monissa ulkomaisissa maissa tietyn kokoiset yhtiöt on vapautettu tilintarkastus-
velvollisuudesta. Tämän seurauksena niitä ei ole koskaan tilintarkastettu.

Haastatteluinformaatio on johdonmukaista tutkielman teorian kanssa. Kulttuurierojen huomioimisen
tärkeys pyrittäessä tehokkaaseen, ongelmattomaan due diligence-tarkastuksen suorittamiseen tuli jo
teoriassa esille samoin kuin ostokohteen yritysjohtoon mahdollisesti kokemat vaikeudet sopeutua uusiin
kulttuurillisiin olosuhteisiin. Ulkomaisesta kohdeyrityksestä tehtävä tarkempi due diligence-tutkimus
verrattuna kotimaisesta yrityksestä tehtävään vastaavaan tutkimukseen oli myös teoriassa ennakoitu.
Haastatteluaineistosta kävi ilmi yksityiskohtaista informaatiota siitä, mihin asioihin tulee erityisesti
kiinnittää huomiota tiettyjen ulkomaisten kohdemaiden osalta. Sen lisäksi, että haastattelut antoivat
tukea teoriassa esitetyille näkemyksille, ne täten myös täydensivät teoriaa.

Ulkomainen valtiovalta

Kysymys 25 käsitteli kohdeyrityksen kansallisuuteen liittyen sitä, onko ulkomaisella valtiovallalla eli esimerkiksi valtion hallituksella, ministereillä, viranomaisilla ja virkamiehillä vaikutusta yrityskaupan toteutumiseen suomalaisten yritysten kannalta merkittävässä ulkomaisissa kohdemaissa. Haastatellut henkilöt nostivat vastauksissaan esille lainsäätäjällä olevan vaikutuksen. Haastatteluaineiston perusteella esimerkiksi eri Aasian maiden lainsäädännössä on rajoituksia sille, kuinka paljon kyseisissä maissa toimivien yritysten ansaitsemia voittoja voidaan kotiuttaa toisessa maassa sijaitsevaan yritykseen. Voittojen kotiuttaminen voi vaatia myös tiettyjen edellytysten täyttymistä. Yks vastaaja mainitsi, että esimerkiksi Kiinassa voittojen siirtäminen toisessa maassa olevaan yhtiöön edellyttää vahvistetun tilinpäätöksen lisäksi sitä, että valtio on hakemuksesta myöntänyt vientiluvan. Voittojen kotiuttamisen ollessa hankalaa sillä on vaikutusta kaupan kohteesta tehtävään arvonmäärittelyyn. Tiettyjen Aasian maiden lisäksi myös tietyissä Etelä-Amerikan maissa sekä Venäjällä sijaitsevien kohdeyritysten osalta suomalaisen ostajan suorittamassa due diligence-tarkastuksessa kiinnitetään huomiota voittojen kotiuttamisen mahdollisuuksiin Suomessa sijaitsevaan yhtiöön. Toisena esimerkkinä lainsäätäjällä olevasta vaikutuksesta tuli esiin, että Venäjällä on tullut voimaan puutulli, joka todennäköisesti tulee vaikuttamaan suomalaisten puutuoteteollisuudessa toimivien yritysten halukkuuteen tehdä yrityskauppoja Venäjällä sijaitsevien saman alan kohdeyritysten kanssa.

Myös mahdollinen maariski huomioidaan ostavan yrityksen suorittamassa due diligence-tarkastuksessa. Yksi haastatelluista henkilöistä kertoi, että esimerkiksi poliittisen riskin osalta asiakkaalle täytyy kertoa kohdemaahan liittyvän asioita, joista due diligence-tarkastuksessa ei saada tietoa. Tämä otetaan sitten huomioon kohdeyrityksen arvonmäärittelyssä.

Haastatellut henkilöt korostivat ulkomaisen valtiovallan vaikutusta koskeneissa vastauksissaan ulkomaisen yrityksen ansaitsemien voittojen kotiuttamisen mahdollisuuksia Suomessa sijaitsevaan yhtiöön. Kerätty haastatteluinformaatio tarjosi asiasta teoriaan verrattuna täydentävää tietoa. Poliittisen riskin tuleminen esiin oli tutkielman teorian valossa odotettua.

7. JOHTOPÄÄTÖKSET JA JATKOTUTKIMUSAIHEET

7.1 Johtopäätökset

Due diligence-tutkimuksen tavoitteita koskevaan kysymykseen saaduissa vastauksissa tuli esille kyseisessä tarkastuksessa selvitettävän tietyt perusasiat ostokohteesta riippumatta. Due diligencen tarkat tavoitteet ovat kuitenkin aina yrityskauppakohtaisia. Ostajalla olevat perusteet yrityskaupan tekemiselle ratkaisevat due diligence-tarkastuksen täsmälliset tavoitteet eli sen, mitä kyseisellä tarkastuksella pyritään kaupan kohteesta selvittämään. Jokaisen yrityskaupan voidaan katsoa olevan ainutlaatuinen.

Suoritetuissa haastatteluissa tuli ilmi, että huutokaupassa due diligencen kannalta voi muodostua ongelmalliseksi saada riittävästi ostajaehdokkaiden tarvitsemaa informaatiota myyntikohteesta. Saatavan informaation määrään ja yksityiskohtaisuuteen vaikuttaa merkittävästi kaupan kohteen houkuttelevuus potentiaalisten ostajien näkökulmasta tarkasteltuna. Missä määrin myyjä pystyy kontrolloimaan huutokauppaprosessia, riippuu siis osittain kohdeyrityksen houkuttelevuudesta.

Aiesopimus edustaa osapuolten aikomusta neuvotella kaupan toteuttamisesta. Due diligence-tarkastuksen osalta haastatteluissa painottui, että aiesopimuksessa on tyypillisesti sovittu siitä, että kyseinen tarkastus tehdään tietyn väljästi määritellyn ajan kuluessa. Joskus aiesopimuksessa on kuitenkin sovittu raamit kohdeyritykseen kohdistuvalle due diligence-tarkastukselle. Due diligencen yksityiskohdista sopiminen ei joka tapauksessa kuulu aiesopimukseen.

Haastatteluissa korostui jokaisessa yrityskaupassa olevan tarvetta eri asiantuntijaryhmien väliselle yhteistyölle. Due diligence-tarkastuksessa ilmenevillä asioilla on moninaisia vaikutuksia ja tarkastuskonaisuus ratkaisee yrityskaupan kohtalon. Saaduissa vastauksissa painotettiin yhteistyötä taloudellisen- ja juridisen sekä taloudellisen- ja liiketoiminnallisen due diligence-tarkastuksen suorittajien välillä. Yhteistyö ainakin näiden tahojen välillä on siis tarpeellista ja tavanomaista.

Haastattelututkimuksessa vahvistui tulos- ja taseanalyysin tekemisen perustuvan tietämykseen toimialan toiminnasta ja liiketoimintalogiikasta. Haastatteluissa ei tullut esiin, onko KPMG:llä Suomessa joitain tarkistuslistoja olemassa eri toimialoilta läpikäytävistä tuloslaskelma- ja tase-eristä. Vaikka näitä tietoja olisi käytössä, niitä tärkeämpi asia on kohdeyrityksen liiketoiminnan ymmärtäminen taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittamisen perustana.

Taseen ulkopuolisten vastuiden osalta saaduissa vastauksissa kävi ilmi niiden selvittämisen kuuluvan aina due diligence-tarkastukseen. Taseen ulkopuolisten vastuiden selvittämisen painottumista voidaan pitää osoituksena siitä, että niistä voi aiheutua ostavan yrityksen näkökulmasta merkittäviä, tulevia rahamääräisiä velvoitteita, jotka on tärkeää huomioida kauppahintaneuvotteluissa ja kaupan toteuttamista koskevassa ostajan päätöksenteossa.

Tutkimuksessa kysyttiin, mitkä ovat synergiaa tavoittelevan teollisen ostajan näkökulmasta due diligence-tarkastuksella selvitettävät tärkeimmät asiat harkittaessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista ja integroimista ostavaan yritykseen. Haastatteluinformaation perusteella tarkastuskohteet näyttävät selviltä. Yksi vastaajista erityisesti korosti, että ostettaessa yrityksen suoria kilpailijoita ostajalla on näkemys yrityskaupalla saavutettavissa olevasta lisäarvosta. Due diligencen rooliksi muodostuu tästä johtuen varmistaa, että teollisella ostajalla yrityskaupan kohdeyrityksestä olevat oletukset pitävät paikkansa ja että kaupan toteuttamisen jälkeen ei paljastu yllätyksiä.

Teollisen ostajan suunnitellessa ostokohteen osittaista integroimista ostavaan yritykseen haastatteluja suoritettaessa tuli esiin due diligence-tutkimuksessa tarkasteltavan asioita eri näkökulmasta verrattuna täydellisen integroimisen pyrkimykseen. Koska due diligencen kysymyksen asettelu eroaa näin ollen merkittävästi täydellisen integroimisen tapauksesta, due diligence-tutkimusta ei voida verrata näissä kahdessa eri tilanteessa toisiinsa. Due diligence-tarkastuksen voidaan katsoa olevan kussakin yritys-kauppatilanteessa ainutkertainen.

Haastatteluista saadun informaation perusteella riskisijoitusyhtiön itse suorittamalla teknologisella due diligence-tutkimuksella on korostunut merkitys harkittaessa sijoittamista toimintansa alkuvaiheessa eli start up-vaiheessa olevaan korkean teknologian yritykseen. Tämä johtuu siitä, että riskisijoittajan toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen tekemä sijoituspäätös heijastaa uskoa kyseisen yrityksen teknologiaan. Haastatteluissa mainittiin, että riskisijoitusyhtiö tekee teknologisen due diligencen itse. Sen liiketoiminta muodostuu sijoituskohteiden etsimisestä. Tämän seurauksena riskisijoitusyhtiöllä voidaan katsoa olevan paljon kokemusperäistä tietoa, jota se pystyy hyödyntämään due diligencen kyseisessä osa-alueessa. Ulkopuolisia due diligence-asiantuntijoita riskisijoitusyhtiö käyttää haastattelujen mukaan taloudellisen due diligence-tarkastuksen suorittamiseen. Kyseinen tarkastus koetaan

mahdollisesti luotettavammaksi ulkopuolisten asiantuntijoiden suorittamana, vaikka se on toimintansa alkuvaiheessa olevassa yrityksessä varsin yksinkertaista suorittaa.

Suoritetuissa haastatteluissa tuli esille, että riskisijoittajat rahoittavat toimintansa alkuvaiheessa olevien yritysten lisäksi myös myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevia yrityksiä. Haastatteluaineiston perusteella kyseisiä riskisijoittajia löytyy sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa Suomi mukaan lukien. Vaikka riskisijoitukselle on tunnusomaista korkea investoinnin tuotto-riskisuhde, riskisijoittajat näyttävät siis investoivan myös kohteisiin, missä tämä suhde on selvästi matalampi kuin toimintansa alkuvaiheessa olevassa korkean teknologian yrityksessä.

Suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen harkitessa vastaavan sektorin kohdeyrityksen ostamista taloudellisessa due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteissa ei haastattelujen perusteella näytä olevan suuria kohdeyrityksen kansallisuudesta riippuvia maakohtaisia eroja. Haastatteluaineistosta kävi ilmi ohjelmistotuoteyritykseen kohdistuvassa taloudellisessa due diligencessä käytävän läpi tietyt perusasiat kyseisen yrityksen kansallisuudesta riippumatta. Tarkastuskohteet näyttävät siis määräytyvän pitkälti kaupan kohteena olevan yrityksen toimialan mukaan. Tätä tukee myös se, että haastattelututkimuksessa vahvistui tulos- ja taseanalyysin käsittelyn yhteydessä kyseisten analyysien tekemisen perustuvan tietämykseen toimialan toiminnasta ja liiketoimintalogiikasta kuten edellä on jo esitetty. Myös liiketoiminnallisen due diligence-tutkimuksen merkitys tuli esiin ohjelmistotuoteyrityksiä käsiteltäessä, vaikka sitä ei erityisesti kysyttykään. Tätä voidaan pitää yhtenä osoituksena siitä, että due diligence-tarkastukseen on kulloisessakin yrityskauppatilanteessa suhtauduttava eri osa-alueista tehtävien tutkimusten muodostamana kokonaisuutena.

Haastatteluinformaation perusteella luonnollisesti myös kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvan due diligence-tutkimuksen tarkastuskohteet ovat sidoksissa toiminnan luonteeseen. Voimaan tulevan REACH-asetuksen osalta painottui se, että asetus tarkentaa kemianteollisuuden valmistajayritykseen kohdistuvaa due diligence-tarkastusta kohdeyrityksen kansallisuudesta riippumatta. Suomalaisen ostavan yrityksen näkökulmasta kyseisellä asetuksella voidaan siis katsoa olevan merkittävä positiivinen vaikutus yrityskaupasta saatavissa olevan hyödyn arvioimiseen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ollessa kaupan kohteena.

KPMG on tehnyt tutkimusta siitä, minkä maalaisten yritysten kanssa suomalaiset yritykset ovat tehneet yrityskauppoja. Haastatteluinformaatio osoittaa ainakin Baltian maiden sekä Ruotsin olevan tärkeitä ulkomaisia kohdemarkkinoita suomalaisten yritysten tekemille yrityskaupoille. Suomalaisilla yrityksillä on tälläkin hetkellä käynnissä yrityskauppoja mainituissa maissa ja niiden lisäksi myös esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Englannissa. Kerätystä haastatteluaineistosta ilmeni myös, että Baltian maiden, Venäjän sekä Aasian maiden merkitys suomalaisten yritysten tekemien yrityskauppojen kohdemaana todennäköisesti kasvaa tulevaisuudessa. Yleisesti ottaen voidaan näin ollen todeta suomalaisten yritysten tekevän paljon yrityskauppoja Suomen lähialueilla sijaitsevien kohdeyritysten kanssa. Näiden alueiden merkitys ei myöskään näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa ole ainakaan vähenemässä. Kohdemaita koskevaa informaatiota tulkittaessa on kuitenkin huomioitava se, että haastatteluissa ei tullut esiin, miten ostokohteen toimiala vaikuttaa yrityskauppojen kohdemailhin.

Paikalliset asiantuntijat tuntevat parhaiten paikallisen lainsäädännön, verolait ja kirjanpitosäännöt. Suoritetuissa haastatteluissa painottuikin, että kaupan kohteen sijaitessa ulkomailla kohdemaan paikallisia asiantuntijoita käytetään lähtökohtaisesti aina due diligence-tarkastuksen suorittamisessa apuna. Yhteistyö paikallisten asiantuntijoiden kanssa on yleensä rakennettu siten, että due diligence-tarkastuksen koordinointi- ja johtamisvastuu säilyy Suomen KPMG:llä. Saadun informaation perusteella muitakin mahdollisia yhteistyön rakentamisen malleja on olemassa, joten yhteistyön käytännön toteutus on yrityskauppakohtaista.

Haastatteluaineiston nojalla kansallisen kulttuurin muokkaamat maan käytännöt vaikuttavat kohdeyrityksen tapaan toimia yrityskauppaneuvotteluiden yhteydessä. Lähdettäessä tekemään due diligence-tarkastusta ulkomailla sijaitsevasta kaupan kohteesta on tärkeää huomioida maan käytännöt pyrittäessä tehokkaaseen, ongelmattomaan due diligence-tarkastuksen ja yrityskauppaneuvotteluiden läpiviemiin. Haastatteluinformaation perusteella kansallisen kulttuurin huomioiminen aikaisessa vaiheessa osana due diligence-tutkimusta parantaa myös edellytyksiä kaupan osapuolten integraation onnistumiselle. Huomion kiinnittäminen kansalliseen kulttuuriin on siis merkityksellistä koko yrityskaupalle asetettujen tavoitteiden saavuttamisen näkökulmasta pyrittäessä integroimaan kaupan osapuolet.

Haastatteluja suoritettaessa korostui, että ulkomaisesta kohdeyrityksestä käydään asioita tarkemmin läpi verrattuna suomalaiseen ostokohteeseen. Kohdemaasta riippuen tiettyjen asioiden läpikäynti erityisesti korostuu. Myös ulkomaisella valtiovallalla lainsäädännön keinoin mahdollisesti oleva vaikutus

yrityskauppaan otetaan due diligence-tarkastuksessa huomioon samoin kuin kohdemaahan liittyvä maariski, jos sellaista esiintyy. Koska ulkomaisesta ostokohteesta suoritettava due diligence on näin ollen kotimaisen yrityskaupan yhteydessä suoritettavaa vastaavaa tarkastusta työläämpi, voidaan olettaa sen suorittamisen vaativan selvästi enemmän aikaa.

7.2 Aiheita jatkotutkimukselle

Tutkielmassa tutkittiin ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuuden sekä kansallisuuteen liittyen ulkomaisen valtiovallan vaikutusta due diligencen laajuuteen ja sisältöön. Tutkielmalle voidaan katsoa olleen tarve johtuen due diligencea koskevan tutkimuksen vähäisestä määrästä. Tutkielman puitteissa pystyttiin selvittämään luotettavasti yhden due diligencea suorittavan yhtiön näkemys tutkitujen tekijöiden vaikutuksesta due diligence-tarkastuksen laajuuteen ja sisältöön käytännössä. Haastatelluilla henkilöillä on monivuotinen työkokemus due diligence-tehtävistä ja johtava vastuuasema organisaatiossa. Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että kuvattu teoria, joka muodostettiin olemassa olevaa lähdeaineistoa hyödyntäen ja omaa teoriaa tarpeellisilta osin luoden piti monelta osin paikkansa. Haastattelut tarjosivat useimmissa kysytyissä asioissa lisäksi haastateltujen henkilöiden kokemuksen perustuvaa uutta tietoa. Haastatteluissa selvisi esimerkiksi se, miltä osin riskisijoittaja turvautuu ulkopuoliseen apuun toimintansa alkuvaiheessa olevaan yritykseen kohdistuvassa due diligence-tarkastuksessa, markkinanäkemys ohjelmistotuoteliiketoiminnalle Suomessa asetetun tavoitteen saavuttamisen mahdollisuuksista ja lista asioista, joihin kiinnitetään huomiota taloudellisessa due diligencessä suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen harkitessa yhdysvaltalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen ostamista. Lisäksi esimerkiksi kohdeyrityksen kansallisuudella olevaan vaikutukseen liittyen haastatteluissa saatiin selville julkisesti saatavilla olevaan aineistoon verrattuna uutta informaatiota. Tästä informaatiosta voidaan mainita muun muassa se, millä tavalla yhteistyö due diligence-tarkastuksen suorittamisessa on yleensä rakennettu Suomen KPMG:n ja kohdeyrityksen sijaintivaltiossa toimivan paikallisen KPMG:n edustajien välillä sekä se, minkälaisten asioiden läpikäynti due diligencessä erityisesti korostuu tietyissä maissa toimivien kaupan kohteiden osalta.

Voidaan kysyä, mitä jatkotutkimusaiheita suoritettu tutkimus tarjoaa. Kemianteollisuudessa on REACH-asetuksen myötä lisäselvityksen mahdollisuus. Kyseessä olevassa tutkimuksessa ei syvällisesti paneuduttu REACH-asetuksen vaikutuksiin suomalaisen ostavan yrityksen suorittaman due diligence-tarkastuksen näkökulmasta, koska asetuksen vaikutuksia ei tällä hetkellä vielä tiedetä. Tutkimuksessa kävi ilmi, että kyseisellä asetuksella tulee olemaan todennäköisesti paljon vaikutusta kemianteol-

lisuuden valmistajayrityksestä suoritettavaan due diligenceen. Näin ollen jatkossa voisi olla aiheellista tutkia, miten REACH-asetus on tarkasti ottaen vaikuttanut kemianteollisuuden valmistajayrityksestä tehtävään due diligence-tarkastukseen ostavan yrityksen näkökulmasta. Tähän liittyen voitaisiin tutkia myös sitä, paransiko voimaan tuleva REACH-asetus kemianteollisuuden valmistajayritysten välillä tehtävien yrityskauppojen onnistumista.

Jatkotutkimuksessa voidaan luonnollisesti myös rajata tutkittuja tekijöitä kyseessä olevaa tutkielmaa tarkemmin ja tehtyjen rajausten avulla selvittää ostajatyypin, toimialan, kohdeyrityksen kansallisuuden tai ulkomaisen valtiovallan vaikutusta due diligence-tutkimukseen kyseessä olevaa tutkielmaa yksityiskohtaisemmin.

Lähdeluettelo

Artikkelit ja kirjallisuus:

Ala-Mello Jukka, ”Pienyrityksenkin kauppa vaatii pitkäjänteistä suunnittelua”, *Aviisori*, 3/2000, s. 8–9

Ali-Yrkkö Jyrki, Lindström Maarit, Pajarinen Mika, Ylä- Anttila Pekka, *Suomen asema globaalissa kilpailussa - yritysten sijaintipäätöksiin vaikuttavat tekijät*, Keskusteluaiheita - Discussion papers, No. 927, ETLA, Suomen elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Helsinki 2004

Benjamin Gerald A, *Angel Capital: How to Raise Early- Stage Private Equity Financing*, Hoboken, John Wiley & Sons 2005

Blomquist Lars, Blummé Nils, Simola Anna- Maija, *Due diligence ja arvonnäätitys yrityskaupoissa*, KHT-yhdistyksen palvelu Oy, Helsinki 1997

Blomquist Lars, Blummé Nils, Lumme Eero, Pitkänen Tomi, Simonsen Lennart, *Due diligence osana yrityskauppaa*, KHT-media Oy, Helsinki 2001

Blummé Nils, Pitkänen Tomi, Raunio Merja, Äärilä Leena, *Yritystoiminnan uudelleenjärjestely*, KHT-media Oy, Helsinki 2001

Camp Justin J, *Venture capital due diligence: a guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns*, Wiley, New York 2002

Cardis Joel, Kirschner Sam, Richelson Stan, Kirschner Jason, Richelson Hildy, *Venture capital: the definitive guide for entrepreneurs, investors and practitioners*, Wiley, New York 2001

European Information Technology Observatory EITO 2006, Frankfurt / Main, julkaistu Lassila Aki, Jokinen Jani-Pekka, Nylund Janne, Huurinainen Petru, Maula Markku, Kontio Jyrki, *Finnish Software Product Business: Results of the National Software Industry Survey 2006*, Helsinki University of Technology 2006

Erkkilä Kaija Katariina, *Haltuunoton ja yhdistämisen haasteet – Integraatio yrityskaupassa*, WSOY, Helsinki 2001

Gale William G, Papke Leslie E, Vanderhei Jack, "The Shifting Structure of Private Pensions" teoksessa *The Evolving Pension System: Trends, Effects and Proposals for Reform*, Editors: Gale William G, Shoven John B, Warshawsky Mark J, Brookings Institution Press, Washington D. C. 2005, p. 51-76

Ghauri Pervez, Grønhaug Kjell, *Research Methods in Business Studies - A Practical Guide*, Third Edition, Financial Times Prentice Hall, Harlow 2005

Gorman Jerry," M & As: The CPA as Acquisition Adviser", *Journal of Accountancy*, August 1988, p. 36-42

Groom Theodore R, Shoven John B, "Deregulating the Private Pension System" teoksessa *The Evolving Pension System: Trends, Effects and Proposals for Reform*, Editors: Gale William G, Shoven John B, Warshawsky Mark J, Brookings Institution Press, Washington D. C. 2005, p. 123- 153

Harper N, Schneider A," Private equity's new challenge", *McKinsey on Finance*, Summer 2004, p.2

Hitt Michael A. Harrison Jeffrey S. Ireland Duane R. *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, Oxford University Press, New York 2001

Hofstede Geert, *Cultures and organizations: software of the mind*, McGraw-Hill, London, 1991

Howson Peter, *Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers*, Gower Publishing Limited, 2003

Kinnunen Juha, Koskela Markku, "Who Is Miss World in Cosmetic Earnings Management? A Cross-National Comparison of Small Upward Rounding of Net Income Numbers among Eighteen Countries", *Journal of International Accounting Research*, Vol. 2, 2003, p. 39-68

Kissin Warren D. Herrera Julio, "International Mergers and Acquisitions", *The Journal of Business Strategy*, July/August 1990, Vol. 11 Issue 4, p. 51-54

Koivu Eila, Myllymäki Juha- Pekka, "Tarkastajan tehtävät due diligence- tutkimuksissa", *Tilintarkastus- Revision*, 3/1999, s. 180–186

Kuittinen Eija, "Due diligencellä myyjä välttää ikävät yllätykset", *Aviisori*, 1/2002, s. 11

Kurkela Matti S. Ståhlberg Kaarina, "Due diligence yrityskaupassa ja osakkeenomistajan oikeus saada tietoja julkisesta osakeyhtiöstä", *Defensor Legis*, 6/1997, s. 914–920

Laurent Andre, "A Cultural View of Organizational Change", teoksessa *Human Resource Management in International Firms: Change, Globalization, Innovation*, Edited by Evans Paul, Doz Yves, Laurent Andre, Macmillan, Basingstoke 1989, p. 83-94

Lehtonen Simo, *Venture capitalist's exit vehicles and their effects on perceived utility, allocation of rewards and contract structure*, Swedish School of Economics and Business Administration, Helsingfors 2000

Letts Christine W, Ryan William, Grossman Allen, "Virtuous Capital: What Foundations Can Learn from Venture Capitalists", *Harvard Business Review*, March/April 1997 Vol 75 Issue 2, p. 36-44

Lindholm Tomas, Hakoranta Eeva, "Myyjän virhevastuusta ja kaupan kohteen tarkastuksesta yrityskaupassa", *Defensor Legis*, 1/1997, s. 82

Nummela Niina, "Conceptualisation of employees' commitment in international acquisitions" teoksessa *European Research on Foreign Direct Investment and International Human Resource Management*, Eds: Larimo Jorma, Rumpunen Sami, Vaasan yliopiston julkaisuja, Selvityksiä ja raportteja 112, 2004, p. 99-110

Nylund Markus, "Due diligence- prosessi ja sen merkitys yritysjärjestelyissä" teoksessa *KPMG Wideri – Artikkelisarja 4 Yritysjärjestelyt*, toimittanut KPMG Wideri Oy Ab, Uusimaa Oy, Helsinki 1996, s.129–133

Pöyhönen Juha, "Erityisiä sopimustyyppejä" teoksessa *Johdatus Suomen oikeusjärjestelmään 1*, toimittanut Timonen Pekka, Kauppakaari Oyj, Helsinki 1999, s. 167- 180

Seppä Marko, *Strategy logic of the venture capitalist: understanding venture capitalism – the businesses within – by exploring linkages between ownership and strategy of venture capital companies, over time, in America and Europe*, University of Jyväskylä, Jyväskylä 2000

Shimizu Katsuhiko, Hitt Michael A, Vaidyanath Deepa, Pisano Vincenzo, "Theoretical foundations of cross- border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future", *Journal of International Management*, 2004, Vol. 10 Issue 3, p. 307-353

Shrivastava Paul, "Postmerger Integration", *Journal of Business Strategy*, Summer 1986, Vol. 7 Issue 1, p. 65-76

Sirower Mark L, *The synergy trap: how companies lose the acquisition game*, Free Press, New York 1997

Svernlöv Carl, Kurkela Matti S. Bremer Markus, "Yrityskauppakoulu osa 1", *Tilintarkastus- Revision*, 2/2005, s. 18–23

Svernlöv Carl, Kurkela Matti S. Bremer Markus, "Yrityskauppakoulu osa 2: Yritystutkimus", *Tilintarkastus- Revision*, 3/2005, s. 31–38

Sääksjärvi Markku, Lassila Aki, Nordström Henry, *Evaluating the Software as a Service Business Model: From CPU Time-Sharing to Online Innovation Sharing*, IADIS International Conference e-Society 2005, June 27-30, Qawra, Malta, p. 177-186

Tenhunen Lauri & Werner Rauno, *Yrityskaupan käsikirja*, 3. tarkastettu painos, Tietosanoma Oy, Helsinki 2000

Vikkula Matti, ”Onnistunut yrityskauppa vaatii kokonaisuuden hyvää hallintaa”, *Aviisori*, 1/2000, s. 6–7

Åberg Monica, ”Asiakkaalle lisäarvoa Due Diligence- prosessin kautta”, *View*, 1/2003, s. 8–9

Elektroniset lähteet:

Abernethy Maggie, Wyatt Anne, ”Intangible Assets- An Overview” tutkimuksessa *Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices*, prepared for the Commission of the European Communities April 2003, p. 15- 51 [PDF-dokumentti]
http://ec.europa.eu/enterprise/services/business_related_services/policy_papers_brs/intangiblesstudy.pdf (16.1.2007)

COBIT, *CobiT 4.0: Control Objectives, Management Guidelines, Maturity Models*, IT Governance Institute, 2005, [PDF-dokumentti],
<https://www.isaca.org/Template.cfm?Section=COBIT6&Template=/MembersOnly.cfm&ContentID=23325>, (12.4.2006)

Koskinen Seppo, Mankinen Reijo, Rantala Olavi, Sulamaa Pekka, *EU:n uuden kemikaalilainsäädännön (REACH) teollis- taloudelliset vaikutukset*, KTM Rahoitetut tutkimukset 2/2004, [PDF - dokumentti], http://ktm.elinar.fi/ktm_jur/, (25.2.2007)

Lassila Aki, Jokinen Jani-Pekka, Nylund Janne, Huurinainen Petru, Maula Markku, Kontio Jyrki, *Finnish Software Product Business: Results of the National Software Industry Survey 2006*, Helsinki University of Technology 2006, [PDF-dokumentti],
http://www.swbusiness.fi/uploads/reports/1161176249_Finnish_Software_Industry_Survey_2006.pdf, (12.2.2007)

Mergermarket, *Deal Drivers- The Comprehensive Review of European Mergers and Acquisitions*, Third Quarter Edition 2004, p. 3, <http://www.mergermarket.com>, (2.12.2005)

Ratan standardi 5.2b, *Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus*, dnro 7/120/2004, viimeiset muutokset 19.12.2006, [PDF-dokumentti], <http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/3AC8376C-023E-44B1-9BBD-92DB43E6BB3B/0/52bstd4.pdf>, (2.5.2007)

REACH- asetus, *Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EY) N:o 1907/2006*, annettu 18 joulukuuta 2006, asetus tulee voimaan 1 päivänä kesäkuuta 2007, [PDF-dokumentti], http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/fi/oj/2006/l_396/l_39620061230fi00010849.pdf (23.2.2007)

Hallituksen esitykset:

Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi (HE 157/1988 vp)

Haastattelut:

Teppo Jalonen, Head of Sales, Financial Advisory Services, KPMG, (28.2.2007)

Kenneth Blomquist, Partner, Head of Transaction Services, KPMG, (28.2.2007)

Tomas Granvik, Partner, Capital Markets, KPMG, (28.2.2007)

Liitteet

Liite 1 Kysymysrunko

Taustatiedot

1. Mikä on asemanne KPMG:llä ja due diligence työkokemuksenne määrä?

Due diligence- tutkimuksen tavoitteet

2. Mihin selvitettävien asioiden alueisiin due diligence- tutkimuksen tavoitteet voidaan jakaa ja kuuluvatko jotkin selville saatavista asioista kokemuksenne mukaan kohdeyrityksestä riippumatta vakiintuneesti ostajan näkökulmasta tiettyihin alueisiin?

Yrityskauppaprosessien jaottelu ja due diligence- tutkimus

3. Myyntiprosessi tapahtuu yrityksen tai liiketoiminnan myyjän tai tämän asiantuntijoiden ohjauksessa, kun se on toteutettu siten, että myyjä kilpailuttaa eri ostajakandidaatteja keskenään huutokauppaprosessissa. Mitä haasteita tällaiseen myyntiprosessiin sisältyy ostavan yrityksen suorittaman due diligence- tutkimuksen näkökulmasta ja mitä keinoja ostavan yrityksen due diligence- ryhmällä on varmistua siitä, että due diligence- tutkimuksella saavutetaan haasteista huolimatta sille asetetut tavoitteet?

4. Neuvoteltaessa yhden ostajan kanssa yrityskaupan toteutumisesta alusta loppuun osapuolet solmivat yleensä aiesopimuksen. Haarukoidaanko aiesopimuksessa tavallisesti jollain lailla kaupan toteutumisen olennaisia ehtoja? Entä, sisältääkö aiesopimus kokemuksenne mukaan tyypillisesti joitain sitovia ehtoja kohdeyritykseen kohdistuvalle due diligence- tarkastukselle? Onko näissä ehdoissa sellaisia, jotka rajoittavat ostavan yrityksen due diligence- ryhmällä olevaa mahdollisuutta reagoida tarkastuksessa mahdollisesti ilmeneviin yllättäviin asioihin?

Due diligencen osa-alueet

5. Due diligence- tutkimuksessa kullakin ostajaa avustavalla asiantuntijaryhmällä on oma vastuualueensa. Minkä tyyppisissä yrityskauppatilanteissa eri asiantuntijaryhmien väliselle yhteistyölle on erityisesti tarvetta ja minkä tahojen välillä yhteistyötä pääsääntöisesti tarvitaan?
6. Miten kuvailisitte juristien roolia juridisen due diligence- tutkimuksen suorittamisessa kahden suomalaisen yrityksen välillä tehtävässä osakekaupassa?

7. Taloudellisen due diligence- tutkimuksen ytimen muodostaa myyjän kohdeyrityksestä tuleville vuosille laatimien ennusteiden kriittinen arviointi ja ostavan yrityksen due diligence- ryhmän omien ennusteiden laatiminen. Nämä asiat edellyttävät luonnollisesti sitä, että taloudellisen due diligence- tutkimuksen suorittajille muodostuu käsitys kohdeyrityksen kyvystä ansaita voittoa tulevaisuudessa. Mitä menetelmiä käyttämällä KPMG analysoi analyttisesti myynnin, tuloksen, kuluerien ja tunnuslukujen kehitystä tilikauden tuloksen laadukkuuden/pysyvyyden selvittämiseksi? Entä, mitä menetelmiä Teillä on käytössä tulosanalyysin yhteydessä suoritettavan taseanalyysin tekemiseksi?

8. Onko kokemuksenne mukaan ostavan yrityksen taloudellisen due diligencen suorittajien tehtävä yhteistyötä joidenkin muiden due diligence- ryhmään kuuluvien asiantuntijoiden kanssa myyjän laatimia ennusteita arvioitaessa ja omia ennusteita kohdeyrityksestä laadittaessa?

9. Due diligence- tutkimuksessa ilmenevillä taseen ulkopuolisilla vastuilla voi olla merkittävä vaikutus kohdeyrityksen arvoon. Ovatko taseen ulkopuoliset vastuut toimialakohtaisia vai onko joitain asioita, joiden mahdollisen olemassaolon pyritte aina due diligencella selvittämään kohdeyrityksen toimialasta riippumatta?

Ostajatyypit

Teollinen ostaja

10. Mitkä ovat synergiaa tavoittelevan teollisen ostajan näkökulmasta due diligence- tarkastuksella selvitettävät tärkeimmät asiat harkittaessa samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista, joka on tarkoitus integroida täysin ostavaan yritykseen? Entä, mitä tiedonkeruumenetelmiä ostavan yrityksen due diligence- ryhmällä on käytössä asioiden selvittämiseksi?

11. Mikäli teollinen ostaja suunnittelee ostokohteen osittaista integroimista ostavaan yritykseen niin, voiko tästä kokemuksenne mukaan aiheutua erilaisia ongelmia uuden yrityksen toiminnalle verrattuna kaupan osapuolten täydelliseen integroimiseen? Jos tämä on kokemuksenne mukaan mahdollista, miltä osin due diligence- tutkimus eroaa siitä, jos pyrkimyksenä olisi kaupan osapuolten täydellinen integroiminen?

12. Kuinka suuri merkitys teolliselle ostajalle on yleisesti ottaen potentiaalisen ostokohteen suhtautumisella ympäristöasioiden hoitoon, kun harkitaan samalla toimialalla toimivan yrityksen tai liiketoiminnan osan ostamista? Mikäli ympäristöasioilla on teolliselle ostajalle todellista merkitystä, mitä tarkastuskohteita syvälinen ympäristön due diligence- sisältää ja miten niistä kerätään tietoa?

Riskisijoittaja (Venture Capitalist)

13. Klassisen Yhdysvalloista lähtöisin olevan näkemyksen mukaan riskisijoittajat ovat perinteisesti investoineet riskipääomaa toimintansa alkuvaiheessa oleviin korkean teknologian yrityksiin. Mihin asioihin riskisijoittajan due diligence- tutkimuksessa kiinnitetään huomiota harkittaessa sijoittamista kyseisen tyyppiseen yritykseen ja mitä eri tietolähteitä due diligence- tarkastuksen suorittajilla on käytettävissään? Onko olemassa yksittäisiä asioita, jotka erityisesti painottuvat annettaessa riskisijoittajalle mahdollista toimenpidesuositusta vai perustuvatko esitettävät johtopäätökset due diligence- tutkimuksen suorittajien kokonaisharkintaan?

14. Kirjallisuudesta löytyy viitteitä siitä, että riskisijoittajat ovat Euroopan riskipääomamarkkinoilla aktiivisesti osallisina myös myöhemmässä elinkaaren vaiheessa olevien yritysten saneerauksessa. Pitääkö tämä kokemuksen mukaan paikkansa? Jos näin on, mitä keskeisiä eroja riskisijoittajan tällaiseen yritykseen kohdistuvassa due diligence- tutkimuksessa on verrattuna toimintansa alkuvaiheessa olevan korkean teknologian yritykseen kohdistuvaan due diligence- tarkastukseen?

ICT- toimiala:

15. Ohjelmistotuoteliiketoiminnan tavoitteeksi on Suomessa asetettu saavuttaa 15 miljardin euron vuotuinen liikevaihto vuoteen 2015 mennessä. Tällöin myös 40 suomalaisen yrityksen pitäisi tavoitteen mukaan olla globaalisti johtavassa asemassa omilla segmenteillään. Pohdittaessa suomalaisten ohjelmistotuoteyritysten nykytilaa ja omistajuusrakenteita edellä olevan tavoitteen näkökulmasta katsotteko, että suomalainen ohjelmistotuoteklusteri on nykyisellään riittävän houkutteleva, jotta suomalaisten yritysten on mahdollista luoda henkilökohtaiset kontaktit vastaavalla klusterilla johtavissa maissa toimiviin sijoittajiin ja yrityksiin?

16. Yhdysvallat on globaalisti tarkasteltuna suurin markkina-alue ohjelmistotuoteliiketoiminnassa maailmassa. Suomalaisen vuonna 2006 toteutetun ohjelmistotuoteliiketoimintaa koskevan tutkimuksen mukaan Yhdysvallat lukeutuu kolmen tärkeimmän markkina-alueen joukkoon suomalaisille ohjelmistotuoteyrityksille. Mitä menetelmiä käyttämällä arvioitte ostavan yrityksen suorittamassa taloudellises-

sa due diligence- tarkastuksessa taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvoja, kun suomalainen ohjelmistotuoteyritys harkitsee yhdysvaltalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ostamista? Eroavatko due diligence- tutkimuksella saadut kyseisten hyödykkeiden arvot yleensä suuresti myyjän käyttämien asiantuntijoiden saamista arvoista ja mitä keinoja osapuolet arvojen mahdollisesti erotessa käyttävät sovinnon aikaansaamiseksi?

17. Mitä muita haasteita suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen ja yhdysvaltalaisen vastaavan sektorin kohdeyrityksen suunniteltuun yrityskauppaan sisältyy ostavan yrityksen suorittaman taloudellisen due diligencen näkökulmasta kuin taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvostaminen?

18. Mitä eroja due diligence- tutkimuksessa on kahden suomalaisen ohjelmistotuoteyrityksen välillä suunnitellussa yrityskaupassa verrattuna edellä käsiteltyyn yhdysvaltalaisen kohdeyrityksen tilanteeseen ostavan yrityksen suorittaman taloudellisen due diligence- tutkimuksen näkökulmasta?

Kemianteollisuus

19. Suomalaisten kemianteollisuuden valmistajayritysten näkökulmasta yrityskauppojen tärkein kohdema on Saksa. Mihin asioihin on perinteisesti ostavan yrityksen due diligence- tutkimuksessa kiinnitetty huomiota ja mitä tiedonkeruumenetelmiä on kyseisessä tutkimuksessa käytetty suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen harkitessa saksalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ostamista?

20. Euroopan Unionin uusi kemikaaliasetus REACH tulee voimaan kuluvan vuoden kesäkuussa. REACH- asetuksen soveltamisesta aiheutuva kustannuslisäys suhteessa liikevaihtoon on pk-yrityksissä moninkertainen verrattuna suuriin yrityksiin. Kustannusrasitteen epätasaisen jakautumisen suurten yritysten ja pk-yritysten välillä on esitetty voivan johtaa kilpailun keskittymiseen kemianteollisuudessa. Pidätekö kilpailun keskittymistä kemianteollisuudessa todennäköisenä? Mikäli kilpailun keskittyminen on todennäköistä, tuleeko se näkemyksenne mukaan olemaan etupäässä seurausta siitä, että pk-yrityksiä poistuu markkinoilta toiminnan lopettamisen johdosta vai siitä, että REACH- asetus lisäisi yrityskauppojen määrää kemianteollisuuden valmistajayritysten välillä?

21. Mitä muutoksia REACH- asetus tuo suomalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen ja saksalaisen kemianteollisuuden valmistajayrityksen välillä suunnitellun yrityskaupan due diligence- tutkimukseen suomalaisen ostavan yrityksen näkökulmasta?

Kohdeyrityksen kansallisuus

22. Millä alueilla ja missä maissa toimivien yritysten kanssa suomalaiset yritykset nykyisin tekevät yrityskauppoja? Mitkä alueet ja maat näkemyksenne mukaan erityisesti korostuvat suomalaisyritysten tekemien yrityskauppojen kohteina lähitulevaisuudessa?

23. Suomalaisen yrityksen harkitessa ulkomaisen kohdeyrityksen ostamista kuuluuko ostavan yrityksen due diligence- ryhmään kokemuksenne mukaan kohdemaan paikallisia asiantuntijoita? Mikäli paikallisen asiantuntija- avun käyttäminen koetaan hyödylliseksi, minkä ammattiryhmien edustajia kuuluu due diligence- ryhmään?

24. Valtion rajat ylittävissä yrityskaupoissa kaupan osapuolina olevien yritysten sijaintivaltioilla on erilaiset institutionaaliset ympäristöt sekä erilaiset kansalliset kulttuurit. Aiheutuuko tästä suomalaisen yrityksen ulkomaisesta kohdeyrityksestä suorittamaan due diligence- tarkastukseen joitain ongelmia ja erityispiirteitä tai erityisiä tarkastuskohteita? Eroaako ulkomaisesta kohdeyrityksestä suoritettu due diligence- tarkastus näistä syistä kotimaisen yrityskaupan yhteydessä suoritettavasta due diligence- tutkimuksesta?

Ulkomainen valtiovalta

25. Onko ulkomaisella valtiovallalla eli esimerkiksi valtion hallituksella, ministereillä, viranomaisilla ja virkamiehillä jotain vaikutusta yrityskaupan toteutumiseen suomalaisten yritysten kannalta merkittävässä ulkomaisissa kohdemaissa? Mikäli edellä mainituilla tahoilla on ollut vaikutusta kaupan toteutumiseen niin, miten vaikutukset ovat käytännössä ilmenneet?

Liite 2

TAULUKKO 2. Due diligencessa huomioitavat erityispiirteet tutkimuksen osa-alueiden ja tutkittavien tekijöiden suhteen

Due diligencen kolme perusosa- aluetta	Ostajatyypit		Toimiala		Maatekijä
	Synergiaa tavoitteleva teollinen ostaja	Riskisijoittaja (al-kuvaiheen yritys)	Ohjelmistotuoteliiketoiminta	Kemianteollisuus	
Liiketoiminnallinen	*ostokohteen sidosryhmien reaktioiden selvittäminen aiotuun yrityskauppaan	*ostokohteen liiketoimintamahdollisuuksien selvittäminen (erityisesti huomioitava markkinasegmentin ja kasvuvauhti, jolle tuote kohdistuu sekä lisäksi tuotteen sisältyvän teknologiariskin analysoiminen avainasemassa)	*Henkilöstö koostuu ohjelmistotuoteliiketoiminnassa pääosin nuoris-ikäisistä. Tästä johtuen on erityisesti kiinnitettävä huomiota kaupan osapuolten vallitseviin yrityskulttuureihin.	*Tuotteiden tarkastamisen yhteydessä selvitetään, mitä kemikaaleja ostokohteella on ja mitä ostajan tarkoitusta ne palvelevat	*Erityisesti pyrittävä eri kulttuurien välisen erojen ymmärtämiseen. Parantaa due diligencen tehokkuutta.
	*kohdeyrityksen markkina- ja kilpailutilanteen analysointi			*kohdeyrityksen markkina- ja kilpailutilanteen analysointi luonnollisesti oleellisenä osana tarkastusta riippumatta toimialasta	*Kohdeyrityksen johdon sitoutuminen uuteen yritykseen voi valtion rajat ylittävissä yritys-kaupoissa olla erityisen haasteellinen tehtävä. Tämä korostaa entisestään eri kulttuurien välisen erojen ymmärtämisen tärkeyttä.
	*synergiaedun lähteiden tunnistaminen		*kohdeyrityksen markkina- ja kilpailutilanteen analysointi luonnollisesti oleellisenä osana tarkastusta riippumatta toimialasta		*kohdeyrityksen sijaintivaltion mahdollisen poliittisen riskin huomioiminen (vaikutuksia myös taloudelliseen due diligenceseen)
	*ostokohteen sopimuskannan läpikäynti (kiinnitetään aina huomiota)	* olemassa olevien sopimusten läpikäynti (kiinnitetään aina huomiota)	* Kohdeyrityksen sopimuskannan läpikäynti (erityisesti tarkastettava myönnetty tuotelisenssit)	* REACH- asetuksen kemianteollisuuden valmistajayritykselle asetettävien velvoitteiden noudattamisen tarkastaminen (esimerkiksi ai-	* maa- ja kulttuurierot vaikuttavat asianajajilla olevaan rooliin yrityskaupan yhteydessä
Juridinen	*kohdeyhtiötä koskevien	* yhtiön perustamiseen	* immateriaalioikeuksiin		* kohdeyrityksellä olevat

Taloudellinen	<p>vireillä olevien ja uhkavien oikeudenkäyntien selvittäminen aina tarkastuskohteena</p> <p>*ympäristölainsäädännön asettamien velvoitteiden läpikäynti (erityisesti raskaassa teollisuudessa)</p> <p>*koneet ja kalusto</p>	<p>liittyvät asiat sekä lakien ja määräysten noudattaminen</p> <p>*kohdeyhtiötä koskevien vireillä olevien ja uhkavien oikeudenkäyntien selvittäminen aina tarkastuskohteena</p>	<p>liittyvät asiat yleisesti ottaen erityisen huomion kohteena</p>	<p>neiden rekisteröintivollisuus sekä turvallisuusarvointi)</p> <p>*kiintää omaisuus (esimerkiksi omistus, mahdolliset kiinnitykset ja muut rasitteet)</p> <p>*ulkomaisella valtiotavallalla lainsäädännön keinoin olevan vaikutuksen selvittäminen koskien esimerkiksi osinkoja</p>	<p>suhteet juristeihin selvitetään</p>
	<p>*tulos- ja taseanalyysi eli taloudellisten historiatietojen analysointi</p> <p>*myyjän laatimien ennusteiden läpikäynti ja omien ennusteiden laatiminen (yhteistoiminnassa liiketoiminnallisen due diligencen kanssa)</p> <p>*taseen ulkopuolisten vastuiden selvittäminen</p> <p>*synergiaetujen toteuttamiseen tarvittavien lisäkustannusten selvittäminen</p> <p>*ostokohteeseen sisältyvien riskien taloudellisen vaikutuksen arvioiminen</p>	<p>*painopiste pro forma tilinpäätösten läpikäynnissä (historiatietoa käydään läpi siltä osin kuin sitä on mahdollisesti ehtinyt kertyä)</p> <p>*taseen ulkopuolisten vastuiden selvittäminen</p>	<p>*kohdeyrityksen tulouttamisperiaatteiden selvittäminen</p> <p>*mitä eria taseeseen on aktivoitu ja miten erien arvoihin on päädytty</p> <p>*taseen ulkopuolisten aineettomien hyödykkeiden arvostukseen kiinnitettävä huomiota</p> <p>*henkilöstöön liittyvien asioiden tarkastaminen (esimerkiksi henkilöstöstä aiheutuvien kustannusten osalta)</p>	<p>*kemikaalien arvostukset</p> <p>*kemikaaleihin liittyvien kustannusten selvittäminen</p> <p>*Ympäristöasiat ovat tärkeitä kemianteollisuudessa. Ympäristön due diligence- tutkimuksen voidaan olettaa muodostavan oman osa-alueensa. Taloudellisen due diligencen yhteydessä selvitetään ympäristöasioista aiheutuvat rahamääräiset velvoitteet ostavalle yritykselle.</p>	<p>*eri kansallisuuksia edustavan yritysjohton taustojen tutkiminen antaa viitteitä tilinpäätöksen luotettavuuden asteesta</p> <p>*kohdeyrityksellä olevat suhteet tilintarkastajiin ja rahoittajiin selvitetään</p> <p>*Eläkejärjestelyissä on huomattavaa maakohtaista vaihtelua. Eläkkeisiin on kiinnitettävä erityistä huomiota esimerkiksi yhdysvaltalaisen kohdeyrityksen ollessa kyseessä.</p> <p>*kosmeettinen tilinpäätösinformaation tuloksenohjaus on voimakasta tietyissä maissa</p>